Nederlandse Hypotheekinstelling

Inrichting- en Realisatieplan NHI



Inrichtings- en realisatieplan Nederlandse Hypotheek Instelling

Redactie: Koos Timmermans (voorzitter Stuurgroep NHI), projectteam NHI
Eindredactie: Jan van Rutte (Kwartiermaker NLII)

Inhoud

1. Doelstelling van de Nederlandse Hypotheek Instelling (NHI)

De NHI is bedoeld om een aanvullende, toegankelijke en relatief stabiele financieringsbron te bieden voor de Nederlandse hypotheekmarkt, die ook in tijden van onverhoopte nieuwe financiële stress markttoegang heeft.

Nederlandse woningfinanciers zijn relatief sterk afhankelijk van de kapitaalmarkt, die tijdens de financiële crisis geen stabiele bron voor financiering is gebleken. Dit vertaalde zich in het extreme geval in reddingsoperaties voor individuele financiële instellingen, maar belemmerde op het hoogtepunt van de crisis ook de kredietverlening, onder andere die ten behoeve van woningfinanciering.

De Nederlandse Hypotheek Instelling kan de kwetsbaarheid die samenhangt met de afhankelijkheid van de Nederlandse woningfinanciering van de kapitaalmarkt voor financiering verminderen. Indien tot oprichting wordt overgegaan voegt de NHI een expliciete en daarmee efficiëntere vormgeving van de reeds bestaande, maar indirecte Staatsgarantie op het kredietrisico op hypotheken met een Nationale Hypotheekgarantie (NHG-hypotheken) toe. De meerwaarde hiervan zal waarschijnlijk vooral merkbaar zijn in tijden van crisis. De NHI zou daarmee anticyclisch en stabiliserend kunnen werken voor het Nederlandse financiële systeem en de Nederlandse economie. Zij kan bijdragenaan een stabielere beschikbaarheid van financiering voor de aankoop van een woning.

Eventueel lagere financieringskosten van de NHI komen ten goede aan de consument. Daarnaast faciliteert de NHI ook toetreding van nieuwe woningfinanciers tot de Nederlandse markt op basis van gelijke voorwaarden. De NHI kan daarmee een nuttige schakel vormen in de versterking van de Nederlandse woningmarkt in aanvulling op reeds in werking gestelde structurele versterkingen van de hypotheekmarkt.

2. Concretisering van de doelstelling van de NHI

2.1. Mandaat

De NHI koopt de veiligste delen (senior tranches met de hoogst te bereiken rating in Nederland) van gesecuritiseerde NHG-leningen op en financiert deze door uitgifte van Nederlandse Hypotheek Obligaties (NHO's). Randvoorwaarde is dat hiermee geen sprake zal zijn van een (materiële) vergroting van het risico-exposure van de Staat. De risico analyse en zekerhedenstructuur is hier op ingericht.

2.2. Aantrekkelijk product, duidelijke toelatingscriteria

De NHI faciliteert deelname in de Nederlandse woningfinanciering door (institutionele) investeerders. Het biedt institutionele investeerders in beginsel een beleggingsproduct met de karakteristieken van een staatsobligatie en een expliciete staatsgarantie (zie hoofdstuk 5).[1] Ook buitenlandse investeerders kunnen via de markt voor NHO's makkelijker investeren in Nederlandse woninghypotheken en daarmee bijdragen aan een stabielere financiering van een betekenisvol deel van de Nederlandse funding gap. Op basis hiervan mag worden verwacht dat het aanbod van financiering meer divers wordt en omvangrijker.

De NHI beoogt hiertoe een liquide markt voor NHO's op te bouwen, met voldoende volume en een zo volledig mogelijke spreiding van looptijden. Deze liquide markt moet bij voorkeur in rustige tijden worden opgebouwd, om als vangnet te kunnen fungeren wanneer zich onverhoopt nieuwe marktstress zou voordoen.

Om de aantrekkelijke karakteristieken van de NHO's te kunnen aanbieden, stelt de NHI duidelijke criteria aan de securitisaties die zij koopt en de woningfinanciers die gebruik van haar willen maken. (zie paragrafen 5.1, respectievelijk 6.1.1). Op deze eisen dient nog een second opinion te worden gevraagd van een door de Staat aan te wijzen onafhankelijke deskundige partij.

2.3. Staatssteun en mededingingswetgeving

De NHI dient te opereren binnen de bestaande regels van de Europese Unie (EU) aangaande staatssteun en met name de staatsgarantie zal hiermee in overeenstemming moeten zijn. Daarnaast is de vormgeving van de NHI als private instelling erop gericht om haar activiteiten niet mee te laten rekenen tot de sector overheid en daarmee ook niet in het EMU-saldo en de EMU-schuld (zie paragraaf 4.1).

Voor de vormgeving en inrichting van de NHI vormt de mededingingswetgeving een randvoorwaarde. De NHI zal onder gelijke voorwaarden openstaan voor alle woningfinanciers en faciliteert

[1] Om de risico's voor de Staat beheersbaar te houden kan de NHI ook schuldpapier uitgeven dat (licht) afwijkt van de karakteristieken van een staatsobligatie. De NHI zal jaarlijkse bezien welk type papier zij uitgeeft om aan de gestelde risico tolerantie van de staatsgarantie te voldoen.

daardoor de toetreding van nieuwe partijen tot de markt, en daarmee de concurrentie. Deze voorwaarden zijn in de geest van de mededingingswetgeving objectief, proportioneel en transparant.

Om te borgen dat de NHI opereert binnen de bestaande regels van de Europese Unie (EU) aangaande staatssteun is informeel overleg gevoerd met de Europese Commissie waaruit een voorlopige beoordeling is voortgekomen. Hieruit volgt dat er sprake is van staatssteun als deelname aan de NHI leidt tot financieringsvoordelen ten opzichte van de door de Europese Commissie aangewezen benchmark zijnde de bestaande wholesale financiering[2]; en deze voordelen niet aantoonbaar worden doorgegeven aan de consument..

[2] Wholesale financiering bestaat uit een mix van (eventueel) door de woningfinancier uitgegeven senior ongedekte obligatieleningen, gedekte obligaties (covered bonds, CB) en/of zelfstandige securitisaties (RMBS).

3. Management samenvatting

3.1. Huidige situatie en rol voor de NHI

Nederlandse NHG-hypotheken kennen een indirecte Staatsgarantie door de achtervangconstructie van de Staat bij de Stichting Waarborgfonds Eigen Woningen (WEW). Deze garantie krijgt in securitisaties van NHG-hypotheken echter niet de volledige waardering die je van een Staatsgarantie zou verwachten. Vooral internationale institutionele beleggers ervaren de NHG garantie als ondoorzichtig, vanwege de onvolledige dekking die ze biedt en het feit dat claims slechts ex post worden getoetst. Bestaande securitisaties op basis van NHG hypotheken kennen daarnaast doorgaans een variabele coupon die per kwartaal wordt uitgekeerd en een hoofdsom die per kwartaal afneemt door aflossingen van onderliggende hypotheken. Institutionele beleggers tonen vanwege deze belemmeringen een geringere koopbereidheid.

De NHI neemt deze belemmering voor (internationale) institutionele beleggers weg door de staatsgarantie op NHG-hypotheken efficiënter vorm te geven met een expliciete Staatsgarantie op Nederlandse Hypotheek Obligaties (NHO's). Deze NHO's kennen in beginsel een vaste coupon die jaarlijks wordt uitgekeerd en een eenmalige aflossing aan het einde van de looptijd. Daarmee zet de NHI een beleggingsproduct in de markt dat bij institutionele beleggers via een gunstiger regime gewogen kan worden. Dit leidt tot hogere liquiditeit en in financieel turbulente tijden een aantrekkelijker beleggingsinstrument zowel om uit te geven als om in te beleggen.

3.2. Missie en taakomschrijving NHI

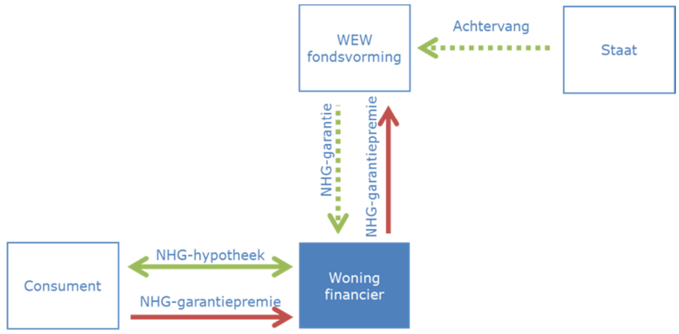
De oprichting van de NHI wordt gemotiveerd uit de wens om ook in tijden van financiële stress een toegankelijke en stabiele financieringsbron te hebben voor de Nederlandse hypotheekmarkt. Als bijkomend voordeel kan de NHI –al het andere gelijk veronderstellende– eventueel ook gepaard gaan met lagere hypotheekrentes. Om een liquide markt voor NHO's op te bouwen in rustige tijden, zal de NHI financieringstarieven moeten bieden die –ook in rustige tijden– ten minste met de alternatieve financieringsbronnen van woningfinanciers kunnen concurreren.

De NHI kent een compacte en scherp omlijnde taakomschrijving. Zoals figuur 3.1B schetst, koopt ze de meest veilige delen (senior tranches met de hoogst haalbare rating in Nederland, momenteel AAA) van gesecuritiseerde NHG-leningen (RMBS'en). Naast de koop van de RMBS'en bevat het koopcontract (tussen NHI en woningfinancier) onder meer de door de NHI gestelde RMBS-criteria en de verplichting van de woningfinancier tot terugkoop van de RMBS. De NHI financiert deze aankopen met de uitgifte van NHO's die een expliciete Staatsgarantie hebben op coupon en hoofdsom. Daarnaast hebben deze NHO's in beginsel karakteristieken die door investeerders als meer markt-conform worden ervaren dan de securitisaties waaruit ze worden samengesteld. Om aan de gestelde risicotolerantie van de Staat te voldoen, kan de NHI ook schuldpapier uitgeven dat (licht) afwijkt van de karakteristieken van een staatsobligatie. De NHI zal jaarlijkse bezien welk type papier zij uitgeeft om aan de gestelde risicotolerantie van de staatsgarantie te voldoen.

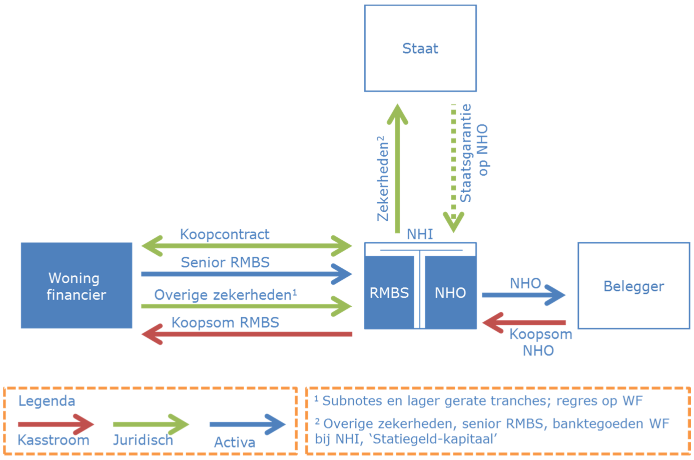
De NHI herverpakt op deze manier de reeds bestaande, maar indirecte staatsgarantie op NHG-hypotheken tot een expliciete Staatsgarantie op NHO's, hetgeen de aantrekkelijkheid en liquiditeit van de funding van NHG-hypotheken aanmerkelijk vergroot.

Figuur 3.1. Positionering van de NHI ten opzichte van de NHG

A. Schematische weergave van de NHG-garantie



B. Schematische weergave van de functie van de NHI



3.3. Organisatorische vormgeving

Het geniet de voorkeur om de NHI vorm te geven als een eenvoudige organisatie, met een minimale vaste bezetting en maximale uitbesteding en/of inhuur van personeel. De instelling is gericht op het soepel laten verlopen van de operationele zaken en het toezicht en de controle op de operationele risico's en het liquiditeitsrisico. Om dit te bereiken dient de NHI te beschikken over een hoogwaardige administratieve organisatie en interne controlemechanismen. Daarnaast is een optimale selectie van acceptabel risico aan de voorkant nodig. Met name de periodieke toets van het 'model' op basis waarvan woningfinanciers, met een specifieke NHG-portefeuille, RMBS- en zekerhedenstructuur toegang kunnen krijgen tot NHI financiering is cruciaal. Dit zal deels door NHI personeel en deels door extern in te huren specialisten gebeuren. Tot slot zal bij een eventueel faillissement[3] van een woningfinancier de NHI de afwikkeling van de zekerheden binnen de NHI ten behoeve van de staatsgarantie op de NHO's ondersteunen (zie paragraaf 7.1 en appendix A7.5 voor onder andere een

[3] Strikt genomen een event of default (EoD) onder het koop-verkoopcontract van de RMBS aan de NHI, zoals in hoofdstuk 5 nader wordt toegelicht.

gedetailleerde beschrijving van de zekerhedenstructuur). Om de kosten laag te houden, zal de bemensing hiervan niet op voorhand continu geregeld worden. Wel zal voldoende alertheid en kennis binnen de NHI aanwezig moeten zijn om tijdig een team klaar te kunnen zetten indien dit nodig is.

De NHI wordt als private entiteit opgezet en is voldoende gekapitaliseerd om de door haar gelopen (operationele en liquiditeits-)risico's zelfstandig op te vangen. Om zekerheid te verkrijgen over de sectorclassificatie van de NHI, en daarmee de relevantie van de NHI voor het EMU-saldo en de EMU-schuld, zou het CBS een formeel ex ante adviesverzoek aan Eurostat moeten doen. Dit verzoek moet worden vergezeld van een uitgebreide analyse door het CBS zoals de richtlijnen van Eurostat voor consultaties dat voorschrijven. Op basis van deze analyse zouden het CBS en Eurostat vervolgens komen tot een gezamenlijke ex ante beoordeling van de sectorclassificatie van de NHI. Er moet vervolgens ook een ex post beoordeling plaatsvinden. De ex post beoordeling van de NHI kan afwijken van de ex ante beoordeling, met name indien niet alle documentatie ten tijde van de ex ante consultatie beschikbaar wordt gesteld aan het CBS of de vormgeving van de NHI nadien nog wijzigt.

Voor wat betreft de rechtsvorm is de keuze gemaakt voor een Stichting met een scherp afgebakend mandaat.[4] Ten opzichte van alternatieven als de Naamloze Vennootschap (NV) of Besloten Vennootschap (BV) geeft een Stichtingsvorm de zekerheid dat de afbakening van het mandaat beperkt blijft tot hetgeen bij oprichting wordt vastgelegd.

De 'prijs' van het extra comfort dat de Stichtingsvorm biedt voor wat betreft de afbakening van haar mandaat en het beperkt houden van de reikwijdte van de staatsgarantie, is dat de NHI een afzonderlijke juridische entiteit wordt en daarmee,. niet onder de Nederlandse Investeringsinstelling (NLII) ondergebracht kan worden, zoals werd voorgesteld in het IRP van de NLII van mei 2013. Voordelen die eventueel te behalen zijn door het delen van operationele en communicatie-activiteiten met de NLII kunnen worden gerealiseerd door een zuiver contractuele relatie tussen de NHI en de NLII.

3.4. Bestuur en toezicht

Professioneel bestuur en proactief intern toezicht is belangrijk voor de NHI omdat dit de monitoring en controle van processen waarborgt, alsmede de mogelijkheid biedt om tijdig in te grijpen wanneer processen niet goed verlopen.

Als kleine, maar specialistische organisatie zal de NHI een driekoppig bestuur kennen, met onafhankelijke en inhoudsdeskundige personen. Activiteiten als het managen en beheersen van de financiële risico's, de beoordeling van de geschiktheid van RMBS'en als onderpand voor de NHO's, de woningfinancier als aanbiedende partij, het positioneren van de NHI richting investeerders met onder andere roadshows, het managen en beheersen van juridische- en fiscale aspecten, het opstellen van de jaarrekening en het aansturen van het operationele apparaat etc., vereisen een hoog en professioneel kennisniveau. De NHI zal naast een bestuur ook een raad van toezicht kennen.

[4] Toetsing van de oprichting van de stichting volgens de lijn van artikel 34 Civiel Wetboek dient nog plaats te vinden.

De raad van toezicht bestaat in beginsel uit vier personen en zal worden benoemd door de oprichtende marktpartijen, zijnde woningfinanciers en investeerders, en door de minister voor Wonen en Rijksdienst.

De NHI toetst de aan de RMBS en woningfinanciers gestelde toelatingscriteria (ze bewaakt in deze rol onder andere de risico's voor de staatsgarantie), beheerst het operationele en het liquiditeitsrisico en stelt periodieke rapportages op voor alle stakeholders. In de geschetste opzet is het externe toezicht door DNB gericht op het beleid en de bedrijfsvoering (waaronder adequate operationele controles, adequate processen voor de periodieke validatie van het model waaruit de risico's en zekerheden met betrekking tot de toelaatbare RMBS worden bepaald), het bestuur (gebruikelijke fit and proper test op voorgedragen bestuurders voor de NHI) en afdoende kapitalisatie voor de risico's die de instelling loopt (zijnde operationele risico's).

3.5. De verdeling van risico's en verantwoordelijkheden

De activiteiten van de NHI zijn onderhevig aan drie belangrijke risico's (zie appendix A3.1 voor een integraal overzicht van risico's die samenhangen met de vormgeving en activiteiten van de NHI).

1. De verstrekte hypotheken kennen kredietrisico; de klanten van de woningfinancier kunnen op enig moment in gebreke blijven onder het hypotheekcontract.
2. Er is sprake van rente- en herfinancieringsrisico (asset-liability management of ALM-risico) doordat de onderliggende hypotheken andere rentevoeten en looptijden hebben dan de RMBS waar de woningfinancier zich mee financiert en daarmee de NHO's die de NHI uitgeeft.
3. Er is operationeel risico; technische problemen en / of menselijke fouten kunnen onderbrekingen van de betaalstromen veroorzaken, waardoor tijdelijk kastekorten kunnen optreden. Daarnaast kunnen operationele fouten en lacunes in de interne control processen kosten met zich meebrengen.

De gekozen opzet voorziet er in dat de NHI enkel operationele (en geen financiële) risico's loopt en derhalve alleen een buffer hoeft aan te houden voor operationele risico's.

Het kredietrisico op de consument, voor zover niet gedekt door de NHG, blijft bij de woningfinancier liggen. De woningfinancier houdt zelf de meest risicodragende delen (subnotes en lager gerate tranches) van de RMBS'en en verpandt deze aan de NHI. Dit vormt een aanzienlijke eerste buffer voor verliezen uit hoofde van het kredietrisico, maar ook voor het conditionele ALM-risico, zoals hieronder verder omschreven. De omvang van de NHO's is namelijk gelijk aan de omvang van de RMBS'en die door de NHI gekocht worden. Ter illustratie; de voorgestelde mate van bescherming door middel van de subnotes en lager gerate tranches voorziet –afhankelijk van de economische omstandigheden– in een uitgifte van grofweg €850 mln tot €910 mln aan NHO's tegenover elke € 1 mrd aan gesecuritiseerde NHG-hypotheken. De eerste grofweg €90 mln tot €150 mln aan mogelijke verliezen worden dus via dit extra onderpand (overcollateral of OC) opgevangen. Bij faillissement van een woningfinancier behoudt de Staat via de NHI bovendien nog een concurrente claim op de failliete boedel van deze woningfinancier (full recourse). Een eventuele restschuld van de NHI uit hoofde van de betreffende NHO na uitwinning van zekerheden van de woningfinancier, afwikkeling van het faillissement van de woningfinancier en na toepassing van de (gelimiteerde) aansprakelijkheid van de NHI (zie hieronder), is voor risico en rekening van de Staat onder de staatsgarantie. Voor het conditionele marktrisico dat de Staat loopt in extreme stress scenario's

wordt bij de woningfinanciers een marktconforme premie in rekening gebracht, die via de NHI aan de Staat wordt doorbetaald.

Het rente- en herfinancieringsrisico (ALM-risico) dat ontstaat doordat de onderliggende hypotheken andere rentevoeten en looptijden hebben dan de NHO's die de NHI uitgeeft, blijft eveneens bij de woningfinancier rusten. Going concern wordt dit vormgegeven door te vereisen dat de RMBS'en zo gestructureerd worden dat zij dezelfde coupon en aflossing hebben als de NHO die op basis hiervan wordt uitgegeven. Voor de Staat rest slechts conditioneel ALM-risico, namelijk conditioneel op het niet nakomen van de verplichtingen van de woningfinancier onder het koopcontract (event of default, of EoD). In dat geval houdt de Staat via de NHI uiteindelijk full recourse op de woningfinancier. Het is vanuit een operationeel oogpunt essentieel dat bij een EoD de zekerheden apart worden gemanaged, afgezonderd van de rest van de balans van de NHI (de zogenaamde compartimentering). Middels een opslag op de door de deelnemende woningfinanciers te betalen premie voor de staatsgarantie (de zogenoemde 'statiegeld-premie', zie paragraaf 3.6) zal de NHI wel een extra buffer opbouwen (het zogenoemde 'statiegeld-kapitaal') waarmee zij (gelimiteerd) aansprakelijk zal zijn voor de uiteindelijk gerealiseerde verliezen uit hoofde van het rente- en herfinancieringsrisico na een EoD bij een woningfinancier. Hierdoor wordt dit conditionele ALM-risico voor de Staat verder gemitigeerd.

Het liquiditeitsrisico dat kan optreden bij operationele problemen is voor rekening en risico van de NHI zelf. Hiervoor kan de NHI allereerst het statiegeld-kapitaal inzetten. De NHI kan hiervoor ook een deel van haar operationele buffer inzetten, maar dient te allen tijde werkkapitaal ter dekking van 12 maanden aan gebudgetteerde operationele uitgaven vrij aanwendbaar aan te houden. Indien noodzakelijk kan ze vervolgens terugvallen op vooraf geopende, niet-gecommitteerde liquiditeitslijnen bij de woningfinanciers en overige banken.

Ook voor de operationele risico's is de NHI verantwoordelijk. De NHI treft allereerst de nodige maatregelen (met betrekking tot de kwaliteit van de administratieve organisatie en interne control mechanismen) om deze tot een minimum te beperken. Ter afdekking van resterende risico's kan ze terugvallen op haar operationele buffer. Deze buffer zal initieel in de vorm van een rentedragende achtergestelde lening aan de NHI verstrekt moeten worden en wordt over de tijd afgelost en vervangen door een eigen operationele buffer opgebouwd vanuit een deel van de ingelegde operationele premies (zie paragraaf 3.6).

De verdeling en verantwoordelijkheid van de risico's moet nog worden vastgelegd in documentatie, zoals een garantieovereenkomst, een regresovereenkomst tussen de NHI en de woningfinancier en de statuten en het mandaat van de NHI (waaronder de eisen die gesteld worden aan de RMBS'en die de NHI mag kopen). Op deze documentatie zal bij oprichting van de NHI een second opinion van een door de Staat aan te wijzen onafhankelijke expert plaatsvinden.

3.6. Verwachte effecten van de NHI ten aanzien van financieringskosten

De mate waarin de NHI leidt tot lagere financieringskosten voor woningfinanciers, is afhankelijk van onder meer de financieringslasten van de NHO in de markt, de hoogte van de premies die de

woningfinancier aan de NHI dient af te dragen, de uiteindelijke behandeling van de NHO's onder de regelgeving voor investeerders, alsmede de operationele kosten van de NHI, dit in vergelijking met de alternatieve financieringskosten voor de woningfinancier.

Het doorgeven van financieringsvoordelen

Lagere financieringskosten worden via korting op nieuwe NHG hypotheken en renteherzieningen van uitstaande NHG hypotheken met een bepaalde rentevast periode doorgegeven aan de consumenten. Het uitgangspunt om financieringsvoordelen door te geven aan de consument is bij de uitwerking van de NHI breed omarmd en zou bij een accurate benchmark bedrijfseconomisch een neutraal effect moeten hebben: dat wil zeggen dat het volledige voordeel, na alle kosten en premies, doorgegeven wordt aan de consument.

Om de kaders met betrekking tot staatssteun te borgen is informeel overleg gevoerd met de Europese Commissie waaruit een voorlopige beoordeling is voortgekomen. Hieruit volgt dat er sprake is van staatssteun op het niveau van de woningfinancier als deelname aan de NHI leidt tot financieringsvoordelen ten opzichte van het gewogen gemiddelde van alle uitstaande wholesale financiering[5] van die woningfinancier[6] en indien dit voordeel niet volledig wordt doorgegeven aan de consument. Aan het einde van deze managementsamenvatting wordt ingegaan op de implicaties van deze positie.

Omvang van de NHO-markt

Een voldoende groot volume van uitstaande NHO's voor diverse looptijden vergemakkelijkt de markttoegang en houdt de liquiditeitsopslag van een NHO ten opzichte van een Nederlandse Staatslening (DSL) beperkt. De Autoriteit Consument en Markt (ACM, 2013) heeft sinds het rapport van de commissie Alternatieve Financieringsarrangementen Woningmarkt (cie. AFW, 2013) aangegeven dat het vanuit mededingingsperspectief gewenst is dat enkel nieuw verstrekte NHG-hypotheken alsmede bestaande NHG-hypotheken waarvan de rentevaste periode vervalt als onderpand kunnen dienen onder de tot de NHI toelaatbare RMBS'en.[7] De toelaatbare omvang van NHG-hypotheken wordt daardoor beperkt en het maximaal haalbare NHO volume neemt af tot ongeveer €25 mrd in vijf jaar tijd (in het rapport cie. AFW (2013)) werd uitgegaan van circa €50 mrd). Aangezien de liquiditeitsopslag voor dit kleinere volume hoger zal liggen dan waarvan door de cie. AFW werd uitgegaan, neemt daarmee ook het haalbare voordeel in termen van lagere financieringskosten af. Daarnaast gelden afhankelijk van de omstandigheden bij uitgifte van de NHO's extra eisen aan de omvang van de subnotes van de RMBS'en. Dit maakt dat de NHO financieringskosten niet vanzelfsprekend één-op-één met de RMBS-financieringskosten vergeleken kunnen worden en deels ook met covered bond financieringskosten vergeleken moeten worden. Tot slot resulteert een

[5] Wholesale financiering bestaat uit een mix van (eventueel) door de woningfinancier uitgegeven senior ongedekte obligatieleningen, gedekte obligaties (covered bonds, CB) en/of zelfstandige securitisaties (RMBS).

[6] Voor de volledigheid: met de woningfinancier wordt niet de specifieke entiteit bedoelt die hypotheken uitgeeft, maar de totale instelling of groep waartoe deze entiteit behoort.

[7] Hierbij speelt nog het gegeven dat hypotheken verdeeld kunnen zijn in leningdelen met verschillende rentevast periodes. In dit geval wordt aangenomen dat de renteherziening niet hoeft te gelden voor de hypotheek als geheel, maar slechts voor een bepaald leningdeel, om toch de hele hypotheeklening toelaatbaar te maken voor financiering via de NHI. Dit wordt in paragraaf 6.1 nader uitgewerkt.

geringer NHO-volume in een zwaardere doorbelasting van de (grotendeels vaste) operationele kosten van de NHI.

Kosten van deelname aan de NHI

Vanuit de woningfinancier bezien bestaan de financieringskosten via de NHI uit de rentevergoeding uit de RMBS'en die aan de NHI betaald worden, vermeerderd met een drietal kosten componenten die verband houden met het gebruik van de NHI:

1. De staatsgarantiepremie.
2. De premie voor de extra kapitaalbuffer (het 'statiegeld-kapitaal') bedoeld voor de gedeelde aansprakelijkheid van de NHI bij verliezen als gevolg van een EoD van een woningfinancier.
3. De premie ter dekking van de operationele kosten en operationele risico's van de NHI zelf.

Voor de staatsgarantie betalen woningfinanciers aan de NHI een marktconforme premie. De NHI draagt deze premie af aan de Staat. De methodiek voor de bepaling van deze premie wordt uiteengezet in paragraaf 7.4.1 en zal in een later stadium nog gevalideerd kunnen worden door een onafhankelijke partij, voorafgaand aan de eventuele oprichting van de NHI en daarna tevens periodiek. Deze premie dekt de risico's die de Staat loopt als een woningfinancier zijn verplichtingen onder het koopcontract van de RMBS jegens de NHI niet nakomt én er een scenario van extreme stress van toepassing is, buiten de door de Staat gestelde grenzen. Deze begrenzing reflecteert de risico-tolerantie van de Staat. De premie voor deze staatsgarantie is afhankelijk van zowel de looptijd van de NHO (hoger bij langere looptijd) als van de kredietwaardigheid van de woningfinancier (lager voor een meer kredietwaardige partij). Ter illustratie: een woningfinancier die bij de gerenommeerde kredietbeoordelaars een rating 'A' heeft en aan de NHI een RMBS verkoopt ten behoeve van de uitgifte van een NHO met een looptijd van 5 jaar, betaalt voor de staatsgarantie op deze NHO een indicatieve premie van 24 basispunten (0,24%). Deze premie wordt eenmalig vooraf geïnd en bedraagt derhalve teruggeslagen en afgerond op jaarbasis 5 basispunten.

Voor de opbouw van een kapitaalbuffer voor de (gelimiteerde) aansprakelijkheid voor het conditionele rente- en herfinancieringsrisico, betalen de woningfinanciers een opslag van 100% op de staatsgarantiepremie. Deze premie wordt aan de woningfinancier terugbetaald op het moment dat de NHO is afgelost en indien de Staat geen verliezen heeft geleden voortvloeiende uit de activiteiten van de NHI als gevolg van een EoD van enig woningfinancier. Deze premie kan beschouwd worden als een soort 'statiegeld'. Bij een uitstaand NHO-volume van €25 mrd en de indicatieve premie voor de staatsgarantie van 25 basispunten bedraagt deze extra kapitaalbuffer –het 'statiegeld-kapitaal'– €62,5 mln.

Ter dekking van de operationele kosten en risico's van de NHI wordt aan de woningfinanciers door de NHI jaarlijks vooraf een premie in rekening gebracht. De premieprognose bedraagt bij een initiële NHO-uitgifte van €4 mrd, ongeveer 10 basispunten per jaar over de uitstaande hoofdsom van de NHO. [8] In de opstartjaren zal deze premie vrijwel geheel worden aangewend ter dekking van de operationele kosten. Vanaf jaar 3 wordt voorzien in buffervorming middels een deel van de operationele premie, ter vervanging van de rentedragende achtergestelde lening (op termijn

[8] De operationele premie is afgeleid van de veronderstelde operationele kosten inclusief de kosten verbonden aan de operationele kapitalisatie (zie paragraaf 8.4.1).

bedraagt de jaarlijkse inhouding ten behoeve hiervan 0,6 basispunt van de uitstaande hoofdsom). Aangezien een groot deel van de te maken kosten een vast karakter heeft (bijvoorbeeld de professionele invulling van de investor relations functie, inclusief het laten beoordelen van de kredietwaardigheid van de NHO's door rating agencies) nemen de operationele kosten van de NHI in relatieve zin af bij grotere totaalvolumes van NHO's.

Bij elkaar bedragen in het bovenstaande voorbeeld de gebruikskosten van de NHI voor een woningfinancier 20 basispunten in het eerste jaar (10 voor de operationele kosten, 5 voor de staatsgarantie en 5 als 'statiegeld'). Dit valt hoger uit naarmate de kredietwaardigheid van de woningfinancier lager ligt dan de gebruikte 'A' rating en / of wanneer de woningfinancier RMBS'en met langere looptijden aanbiedt. Over de tijd zal door de verwachte toename van het NHO-volume de premie voor de jaarlijkse operationele kosten in basispunten over het uitstaande volume dalen. Overigens worden in deze kostenprognose de opstartkosten voor de NHI buiten beschouwing gelaten.

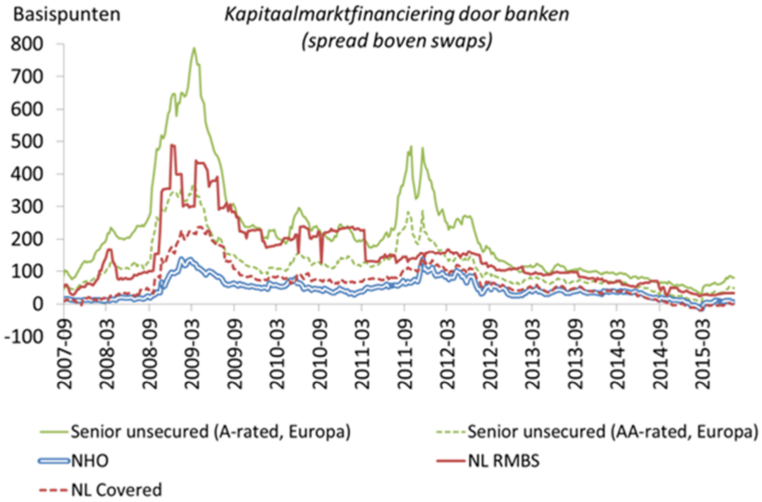
Daarnaast zal de woningfinancier ook kosten maken voor het structureren van de RMBS'en die aan de NHI worden verkocht en het uitvoeren van de controle op de correcte doorgifte van het financieringsvoordeel aan de consument. Deze komen bovenop bovenstaande kosten.

3.7. Wat de NHI kan betekenen voor de Nederlandse hypotheekmarkt

Op basis van bovengenoemde premies voor de staatsgarantie, de statiegeld-premie en de operationele kosten van de NHI, vermeerderd met een liquiditeitsopslag ten opzichte van de staatsrente, levert dit voor de NHO's een mogelijk financieringsniveau[9] op dat iets hoger is dan dat voor gedekte obligaties (covered bonds) in de eerste helft van 2015. Echter, het voordeel kan aanzienlijk zijn indien de historisch gereconstrueerde NHO spreads vergeleken worden met die van de overige kapitaalmarktinstrumenten die beschikbaar waren als financieringsinstrumenten voor banken (figuur 3.2).

[9] Deze is bepaald op basis van de historische swap spread ontwikkeling van AAA Agency debt en bovengenoemde (vast veronderstelde) operationele en garantie-opslagen. Agencies zijn instellingen die impliciet of expliciet door overheden worden gesponsord.

Figuur 3.2. Financieringskosten NHI in perspectief



Bron: Barclays, Bloomberg, eigen berekeningen

Uit figuur 3.2 valt op te maken dat in perioden van significante stress, AAA-agency spreads (en daarmee tevens verondersteld de NHO-spreads) relatief stabiel blijven. Daarnaast kan de NHO een gunstig effect hebben in perioden van hoge stress wanneer instrumenten als bankobligaties, RMBS'en en covered bonds duur of beperkt beschikbaar zijn. De onderstaande grafiek (figuur 3.2) laat zien dat er in 2009 nagenoeg geen interesse was voor RMBS (welke tot dan toe een belangrijk financieringsinstrument vormden voor Nederlandse woningfinanciers) en eveneens sterk verminderde interesse voor de andere bronnen van financiering (senior unsecured en covered bonds). Op zulke momenten is het wenselijk om een alternatief financieringsinstrument in de markt beschikbaar te hebben, waarop woningfinanciers kunnen terugvallen. De NHI kan in onverhoopte toekomstige crisisperioden stabiliserend werken voor de financiering van hypotheken.

Het geniet de voorkeur om een dergelijk instrumentarium in goede tijden in te richten, zodat deze beschikbaar en bewezen zal zijn in onverhoopte toekomstige crisisperioden.

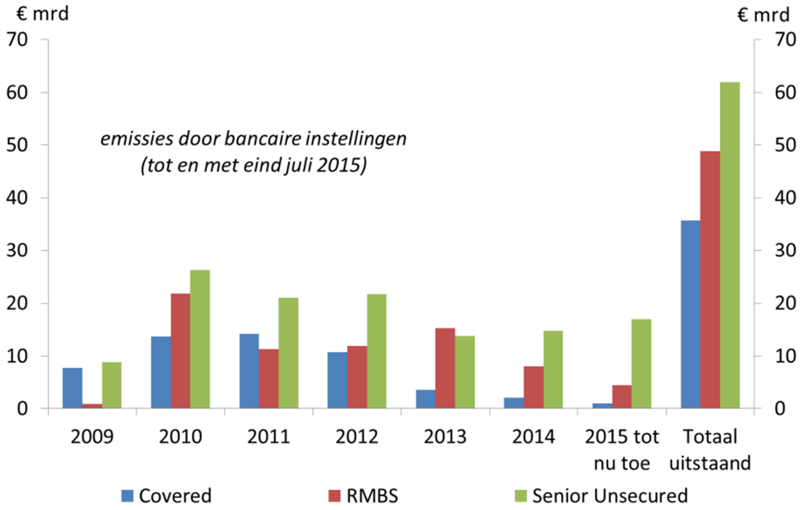
Het is de verwachting dat de NHI een stabiliserende werking kan hebben in tijden van toekomstige financiële stress. Het is evenzeer van belang om te beseffen dat de NHI daarmee geen heilige graal vormt; het gebruik van de NHI kan naast de voordelen die het biedt de woningfinancier ook beperken in zijn verdere financieringskeuzes. Deze keerzijde wordt hieronder nader toegelicht.

In de bovenstaande afweging om NHO's te emitteren dient een bancaire woningfinancier die zich financiert via de NHI rekening te houden met de huidige regelgeving omtrent activabeklemming en de Net Stable Funding Ratio (NSFR)[10], waarbij het onttrekken van zekerheden resulteert in een additionele behoefte aan overige stabiele financieringsinstrumenten. De NHO's bieden derhalve een bescheiden toevoeging aan de financieringsbehoefte van Nederlandse bancaire woningfinanciers en

[10] Heel ruw gesteld stelt dient een bank onder de NSFR vereiste langlopende uitzettingen te financieren middels stabiele, langlopende funding. Het behelst in die zin een begrenzing / beperking op de mate waarin banken looptijden kunnen transformeren.

zullen concurreren met de andere twee instrumenten welke tevens de problematiek van activabeklemming kennen, te weten RMBS en covered bonds (zie figuur 3.3).

Figuur 3.3. Het beoogde NHO-volume in perspectief



Bron: Barclays, JP Morgan, Bondradar eigen berekeningen

Voor wat betreft de verwachte NHO-volumes op termijn in relatie tot de financiering van het Nederlandse hypotheekvolume moet gerealiseerd worden dat er in Nederland ultimo 2013 €637 mrd aan hypotheken uitstond. Daarvan bedroeg het NHG-volume eind 2013 ruim € 176 mrd. De NHI gaat van dit NHG-volume op termijn maximaal dat deel financieren waarvoor de woningfinanciers externe financiering nodig hebben. Verzekeraars en pensioenfondsen, voor zover zij zelf direct beleggen in hypotheken, zullen naar verwachting beperkt gebruik gaan maken van dit instrument. In lijn met cie. AFW (2013) benadrukken de woningfinanciers de noodzaak van herpositionering van de NHG, naast de recente en nog geplande verlagingen van het NHG-plafond, gericht op de gewenste normalisering van het NHG-aandeel in de hypotheekproductie, dat eind 2013 54% bedroeg.[11] Op basis van onze analyse lijkt het al met al mogelijk om in vijf jaar tijd een NHO-volume van ongeveer € 25 mrd op te bouwen en over een langere periode van ongeveer acht jaar behoort €50 mrd tot de mogelijkheden, afhankelijk van de additionele volumes die gegenereerd kunnen worden door nieuwe toetreders.

Qua tarifering lijkt de NHI ook in de momenteel rustiger tijden enigszins te kunnen concurreren met de alternatieve financieringsinstrumenten en dus ook een nuttige aanvulling op het reeds beschikbare instrumentarium te kunnen bieden, mits de financiering via de NHO tegen aantrekkelijke condities kan plaatsvinden, in combinatie met het door te geven fundingvoordeel.

Bij de afweging van de woningfinancier om te participeren in de NHI moet nog het doorgeven van potentieel financieringsvoordeel worden betrokken. Om het financieringsvoordeel van een alternatief financieringsinstrument zoals de NHI te bepalen, zou de prijs van dit instrument vergeleken moeten worden met de gewogen gemiddelde prijs van de meest vergelijkbare financieringsinstrumenten. Omdat de financiering van een bankbalans een complexe aangelegenheid

[11] Bron: NHG en Kadaster.

is, en bovendien verandert in de tijd, zal het vormgeven van een theoretische benchmark in de praktijk kunnen leiden tot afwijkingen van het werkelijke financieringsvoordeel.

Voor deze benchmark gaan woningfinanciers uit van covered bonds en RMBS aangezien deze financieringsinstrumenten de meest vergelijkbare alternatieven voor NHI-financiering zijn vanuit de problematiek van activa beklemming, ook in tijden van crisis. De EC acht het echter onwaarschijnlijk dat hypotheken te allen tijde uitsluitend worden gefinancierd met covered bonds en RMBS en wil het onbedoeld ontstaan van staatssteun uitsluiten. Daarom heeft de EC wholesale financiering als benchmark aangewezen. Toepassing van deze theoretische benchmark leidt er in de praktijk echter toe dat woningfinanciers feitelijk meer voordeel moeten doorgeven dan ze aan lagere financieringskosten hebben genoten door financiering via de NHI. De woningfinanciers wegen bij de keuze voor de wijze van financiering namelijk de kosten van deelname aan de NHI af tegen de meest vergelijkbare alternatieven voor financiering (zoals covered bonds en RMBS)[12] en niet tegen de kosten van totale uitgegeven wholesale financiering. Anders gezegd substitueert NHI-funding voor de woningfinancier voor RMBS of covered bond funding en niet voor senior unsecured funding, vanwege de problematiek van activabeklemming.

Bovengenoemde implicaties van de kaders van de voorlopige beoordeling van de Europese Commissie zijn door de woningfinanciers afgewogen tegen de beschikbaarheid van een stabiel financieringskanaal in tijden van crisis. In deze afweging hebben de additionele kosten die gepaard gaan met het hanteren van een benchmark gebaseerd op wholesale financiering, gegevende reeds beschikbare alternatieve financieringsmogelijkheden voor woningfinanciers, de doorslag gegeven. Hierdoor zullen er geen volumes worden opgebouwd in de NHI. enis geconcludeerd dat er geen levensvatbare NHI kan worden opgericht.

[12] Hierin nemen woningfinanciers ook factoren mee zoals financieringskosten, verstrekte waarborgen, en beklemming van activa.

4. Institutionele vormgeving NHI en governance

Het advies voor de institutionele vormgeving van de NHI is opgesteld aan de hand van de volgende aspecten van de opdracht / randvoorwaarden die aan de Kwartiermaker van de NLII zijn meegegeven (Kamerbrief Kwartiermaker NLII, 2013):

- De door de Staat gegeven garantie ten aanzien van de uitgegeven NHO's creëert geen materiële vergroting van het risico-exposure van de Staat;
- De oprichting van de NHI heeft geen invloed op EMU-saldo en EMU-schuld, i.e. de NHI wordt niet gerekend tot de sector overheid in de Nationale Rekeningen;
- De vormgeving van de NHI is zodanig, dat het onderbrengen ervan in de NLII er niet toe leidt dat de andere werkzaamheden van de NLII profiteren van de staatsgarantie die verbonden is aan de NHI;
- De NHI kent een adequate governance met extern toezicht.

Met inachtneming van deze kaders worden in dit hoofdstuk achtereenvolgens de adviezen uitgewerkt met betrekking tot de rechtsvorm en de positionering ten opzichte van de NLII (paragraaf 4.1), de inrichting van het bestuur en het interne toezicht (paragraaf 4.2) en de vormgeving van het externe toezicht (paragraaf 4.3).

4.1. Juridische structuur en rechtsvorm

Gezien de genoemde aspecten van de opdracht en de randvoorwaarden die aan de Kwartiermaker van de NLII zijn meegegeven is het advies om de NHI ten opzichte van de NLII als aparte juridische entiteit en als stichting vorm te geven.[13]

4.1.1. De NHI als zelfstandige stichting

Kort samengevat bestaan er voor de stichting noch de NV / BV onoverkomelijke bezwaren ten aanzien van de gestelde randvoorwaarden van de NHI (tabel 4.1). Bij de stichting bestaat ten opzichte van de NV / BV minder flexibiliteit ten aanzien van de mogelijkheden om in een later stadium de NHI organisatorisch dan wel juridisch een positie te geven binnen de NLII. Reden hiervoor is dat de stichting geen aandeelhouders kent, zodat verhanging onder de NHI in beginsel niet mogelijk is. Daarnaast zal onder omstandigheden bij de stichting de rechter eerst conform art. 2:18 lid 6 BW een toets moeten doen of een dergelijke verhanging of andersoortige positieverandering gerechtvaardigd is met het oog op de oorspronkelijke doelstellingen van de stichting (de zogenoemde vermogensklem). Deze toets biedt tegelijkertijd als voordeel dat de oorspronkelijk vastgelegde aard van de activiteiten en het doel van de NHI binnen een stichtingsvorm meer verankerd ligt dan bij een NV / BV. De stichting heeft tot slot mogelijk het voordeel dat de belastingdruk lager is. Zie appendix A4.1 voor de nader uitgewerkte achterliggende overwegingen.

Bij de oprichting van een stichting dient overigens rekening te worden gehouden met het zogenaamde Stichtingenkader, wat van toepassing is als de Staat een stichting (mede) doet oprichten.[14] Daarbij

---

[13] Gelet op de voorkeur voor de stichting boven de vennootschap, is het voor de analyse niet opportuun om verder in te gaan op mogelijke (in deze context overigens zeer geringe) verschillen tussen NV en BV.

moet opgemerkt worden dat vanuit de Staat een 'Nee, tenzij ...' beleid geldt ten opzichte van het oprichten van stichtingen. Voor toepassing van het 'tenzij' criterium moet in ieder geval sprake zijn van een publieke doelstelling, waarbij moet worden vastgesteld dat er sprake is van een uitzondering op de norm.

Tabel 4.1. Samengevat: vergelijking rechtsvormen op de relevante dimensies

	Stichting		**NV / BV**	
Flexibiliteit	~	Verhangen stichting lastiger vanwege ontbreken aandelen en vanwege vermogensklem.	ü	Voldoende mogelijkheden om de NHI via vennootschapsrechtelijke constructies te verhangen.
Koerswijzigingen	ü	Minder risico op ongewenste koerswijzigingen vanwege doelgebondenheid stichting.	~	Bestuurders en aandeelhouders hebben meer speelruimte om koers te wijzigen.
Vermogen	ü	Voldoende mogelijkheden voor financiering activiteiten en opbouwen en afzonderen buffer.	ü	Voldoende mogelijkheden voor financiering activiteiten en opbouwen en afzonderen buffer.
Fiscale aspecten	ü	In beginsel belastingplichtig; effectieve belastingdruk mogelijk lager dan NV / BV.	~	Belastingplichtig.
Governance	ü	Voldoende mogelijkheden om publieke belangen te borgen, o.a. via statuten en contracten.	ü	Voldoende mogelijkheden om publieke belangen te borgen, o.a. via statuten en contracten.

4.1.2 De NHI als zelfstandige stichting, los van de NLII

Een afzonderlijke juridische entiteit zijnde een stichting is accommoderend ten aanzien van de door de Staat gestelde randvoorwaarden dat de door de Staat gegeven garantie op de NHO's niet (in)direct ten goede komt aan andere activiteiten dan waarvoor zij is beoogd. De voorkeur voor de stichting kan ook bezien worden in het verlengde van de randvoorwaarde dat met de oprichting van de NHI het risico-exposure van de Staat niet materieel toeneemt.

Via een afzonderlijke juridische entiteit kan beter zicht gehouden worden op de activiteiten die ondernomen worden en welke risico's daaraan verbonden zijn en kunnen de toezichthouders daar ook meer gefocust toezien op de bestuurders en (de kwaliteit van) de interne toezichthouders die voor die activiteiten verantwoordelijk zijn. De stichting als rechtsvorm kan daarin het extra comfort geven dat het mandaat op termijn niet verschoven of opgerekt kan worden, al is gezegd dat dergelijk comfort ook in de rechtsvormen NV / BV in te bouwen is. Daarnaast is de ringfencing van de activa en passiva van de NHI in een afzonderlijke juridische entiteit een belangrijke waarborg dat de staatsgarantie niet (in)direct aan andere activiteiten ten goede komt. Los van deze inhoudelijke

[14] De procedure tot (mede doen) oprichten van een stichting door de Staat vergt toetsing door het Ministerie van Financiën, de Algemene Rekenkamer en de Ministerraad. De procedure wordt afgesloten met een voorhangprocedure; indien de Staat de Stichting NHI (mede) zal (doen) oprichten, zal een zodanige oprichting kunnen plaatsvinden 30 dagen nadat van het voornemen daartoe door de Minister voor Wonen en Rijksdienst, in overeenstemming met het oordeel van de Ministerraad, schriftelijk mededeling is gedaan aan de Tweede Kamer en deze de oprichting stilzwijgend heeft goedgekeurd.

overwegingen kan ten slotte ook de dynamiek en timing van de (politieke besluitvorming rondom de) gewenste oprichting en verdere inrichting van de NII en NHI verschillend zijn of worden. In voorkomende gevallen kan het dan behulpzaam zijn als beslissingen hieromtrent niet noodzakelijkerwijs simultaan genomen hoeven te worden. Het hebben van een afzonderlijke juridische entiteit voor de NHI helpt daarbij.

4.1.3. De NHI als zelfstandige stichting, niet gerekend tot de sector overheid

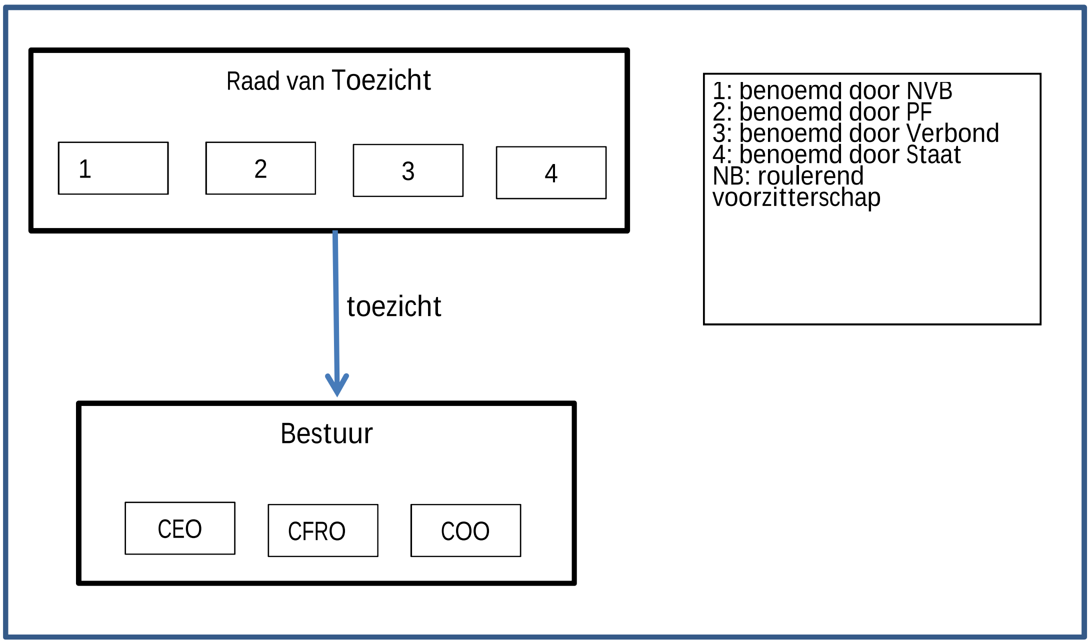
Een ander belangrijk onderdeel van de opdracht aan de Kwartiermaker is dat de oprichting van de NHI geen invloed heeft op het EMU-saldo en de EMU-schuld, i.e. dat de NHI niet wordt gerekend tot de sector overheid zoals gedefinieerd door Eurostat en het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) op basis van de European System of National and Regional Accounts (ESA 2010).[15] Om zekerheid te verkrijgen over de sectorclassificatie van de NHI zou de volgende stap in dit traject zijn dat het CBS een formeel ex ante adviesverzoek aan Eurostat doet. Dit verzoek moet worden vergezeld van een uitgebreide analyse door het CBS zoals de richtlijnen van Eurostat voor consultaties dat voorschrijven. Op basis van deze analyse zouden het CBS en Eurostat vervolgens komen tot een gezamenlijke ex ante beoordeling van de sectorclassificatie van de NHI. Er moet vervolgens ook een ex post beoordeling plaatsvinden. De ex post beoordeling van de NHI kan afwijken van de ex ante beoordeling, met name indien niet alle documentatie ten tijde van de ex ante consultatie beschikbaar wordt gesteld aan het CBS of de vormgeving van de NHI nadien nog wijzigt.

4.2. Bestuur, intern toezicht en benoemingen

Een stichting wordt bestuurd door een of meerdere (rechts)personen. De interne organisatie van de NHI zal robuust en professioneel moeten zijn om de benodigde activiteiten en werkzaamheden uit te voeren. Activiteiten als de beoordeling van de geschiktheid van RMBS'en als onderpand voor de NHO's (zie hoofdstuk 5), het managen en beheersen van de financiële risico's (zie hoofdstukken 7 en 8), het marketen van de NHI richting investeerders door middel van onder andere roadshows (zie hoofdstuk 9), het managen en beheersen van juridische- en fiscale aspecten, et cetera, vereisen een hoog en professioneel kennisniveau. Dit kan enerzijds binnen de NHI zelf worden ingericht en ingehuurd; anderzijds kunnen de benodigde werkzaamheden geheel of gedeeltelijk uitbesteed worden. De vraag over wel of niet uitbesteden wordt verder uitgewerkt in hoofdstuk 8. De interne organisatie van de NHI zal naast een bestuur ook een Raad van Toezicht (RvT) kennen. Hieronder wordt dit verder uitgewerkt (zie ook figuur 4.1).

[15] ESA 2010 onderscheidt een vijftal institutionele sectoren: (i) non-financial corporations (S.11); (ii) financial corporations (S.12); (iii) general government (de 'sector overheid') (S.13); (iv) households (S.14); en (v) non-profit institutions serving households (S.15). Enkel wanneer de NHI onder de categorie general government valt, zijn de verplichtingen die de NHI aangaat (door de uitgifte van NHO's) van invloed op het EMU-saldo en de EMU-schuld.

Figuur 4.1. De interne governance van de NHI



4.2.1 Bestuur en de Raad van Toezicht

De leiding van de NHI zal bestaan uit een bestuur en een Raad van Toezicht. Als vertrekpunt worden de minimumvoorwaarden ten aanzien van de vorm en samenstelling van de leiding voor een financiële onderneming (bijv. een bank) uit de Wft genomen. Het bestuur moet bestaan uit minimaal twee natuurlijke en onafhankelijk opererende personen en de RvT uit minimaal drie natuurlijke personen.

Voor het bestuur van de NHI ligt het in de rede om deze te laten bestaan uit drie leden, te benoemen door de RvT, die de volgende functies dekken. De Chief Executive Officer (CEO) is verantwoordelijk voor de algemene leiding van de NHI en is het primaire gezicht naar buiten toe, voor de pers en richting de financiële markten. Dit betekent dus ook een grote betrokkenheid bij bijvoorbeeld roadshows die richting investeerders moeten worden gehouden bij uitgiftes van NHO's. Daarnaast zal de CEO ook een sterke affiniteit met de politiek moeten hebben. Immers, de door de Staat afgegeven garantie op de NHO's en de rol die de NHI speelt in de versterking van de Nederlandse woningmarkt in aanvulling op reeds in werking gestelde structurele versterkingen van de hypotheekmarkt, staan beide aan de basis van het bestaansrecht van de NHI. Daarnaast is er de functie van Chief Financial and Risk Officer (CFRO), waarin primair de verantwoordelijkheid voor de beheersing van de financiële en operationele risico's en de financiële verslaglegging van de NHI is belegd. Hierbij zal onder andere aandacht moeten zijn voor de vormgeving en het toelatingsbeleid van de RMBS'en aan de ene kant en de vormgeving en de distributie van de NHO's aan de andere kant. Naar verwachting zal de CFRO in voorkomende gevallen dus naast de CEO ook een belangrijke rol spelen in de contacten met de financiële buitenwereld, o.a. bij de eerder genoemde roadshows. De functie van Chief Operating Officer (COO) tot slot draagt primair de verantwoordelijkheid voor het functioneren van de IT-processen en de administratieve organisatie en de interne control (AO / IC) processen. De AO / IC wordt doorlopend gecontroleerd door de interne accountantsdienst (IAD) en periodiek door de externe accountant (ISAE type II). Zie paragraaf 8.1 voor een minimale lijst van activiteiten waarvoor processen moeten worden ingericht. De IAD houdt intern toezicht op deze processen. De COO is primair verantwoordelijk.

De voorgestelde rolverdeling met betrekking tot de structuur van het interne toezicht op de processen is als volgt:

- Het bestuur monitort de staatsgarantiepremie, de statiegeld-premie, de RMBS criteria en de toetredingsvoorwaarden voor (toetredende) woningfinanciers en brengt hiervan verslag uit aan de stakeholders en de RvT (zie paragraaf 8.2).
- De NHI doet op basis van haar bevindingen voorstellen aan de RvT, waarbij de RvT slechts goedkeuringsbevoegdheid heeft met betrekking tot voorstellen van het bestuur. De RvT heeft expliciet geen initiërende bevoegdheid.
- Berekeningen van de staatsgarantiepremie op basis van een door een externe specialist opgesteld model worden goedgekeurd door de RvT (zie paragraaf 8.2.3). Er dient vooraf een escalatieprocedure overeengekomen te worden voor het geval dat de RvT en / of de Staat deze berekeningen niet goedkeuren. De Staat stelt de staatsgarantiepremie uiteindelijk vast.
- De uitgiftecommissie (zie paragraaf 5.2) adviseert met betrekking tot de jaarplanning van het uitgifteprogramma, evenals met betrekking tot prognoses voor de omvang van de uitgifte voor het komende jaar en een meerjarenplanning.

De RvT van de NHI bestaat in beginsel uit 4 personen en zal worden benoemd door de oprichtende marktpartijen en de minister voor Wonen en Rijksdienst. Hierbij zal de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) namens de woningfinanciers een lid benoemen, de Pensioenfederatie (PF) een lid namens de investeerders, het Verbond voor Verzekeraars (Verbond, VvV) namens de verzekeraars en de minister voor Wonen en Rijksdienst namens de Staat. Er is sprake van een roulerend voorzitterschap (de termijn dient nog nader gespecificeerd te worden, maar gedacht wordt aan twee jaar) waarbij het door de NVB benoemde lid de eerste voorzitter zal zijn. In de statuten van de NHI zal worden opgenomen dat de RvT erop toe ziet dat het bestuur, in het belang van alle stakeholders handelt in lijn met de in de statuten opgenomen doelstelling van de NHI.

Box 4.1. Borging van de publieke belangen

Hoewel de NHI zelfstandig zal opereren, is de betrokkenheid van de Staat bij de NHI wenselijk. Deze betrokkenheid ligt besloten in de garantie die wordt afgegeven op de NHO's. Uit de betrokkenheid van de Staat volgt verantwoordelijkheid voor de minister voor Wonen en Rijksdienst.

Aspecten die van belang zijn vanuit het perspectief van de Staat zijn:

- **Risico-exposure van de Staat:** De NHI mag er niet toe leiden dat het risico-exposure van de Staat materieel toeneemt. De NHI accepteert daartoe alleen NHG-leningen, op basis van NHG gestructureerde activa of activa met NHG als onderpand waarbij aan deze voorwaarde wordt voldaan als dekking van de NHO's, waarbij de woningfinancier (WF) verplicht blijft om alle verliezen op te vangen zolang zij bestaat. Bovendien mogen er ook na default van een WF binnen de grenzen van de stress scenario's die rating agencies gebruiken bij het raten van AAA-covered bonds geen verliezen voor de Staat ontstaan (zie voor nadere definiëring van deze scenario's KPMG (2013) en hoofdstuk 7 van dit IRP). Er mogen dus slechts dan verliezen ontstaan voor de Staat als i) de WF failliet gaat en/of er verzuim door de WF optreedt onder het RMBS koopcontract tussen NHI en WF en vervolgens ii) er een mate van stress is die extremer is dan waar de RMBS structuur op ingericht is. Voor het aanvaarden van dit conditionele markt-

risico brengt de Staat een marktconforme risicopremie in rekening bij de deelnemende WF via de NHI. In de regresovereenkomst of contragarantie-overeenkomst tussen de NHI en de Staat wordt beschreven op welke wijze de premie wordt vastgesteld en wanneer en op welke wijze de premie kan worden bijgesteld.

- **Geen verstoring van de concurrentieverhoudingen of de marktwerking:** De NHI moet voldoen aan de wet- en regelgeving op het gebied van mededinging en mag derhalve niet concurrentie- of marktverstorend werken. Er mogen geen discriminatoire toetredingseisen worden geformuleerd voor zowel de vraagzijde als de aanbodzijde.

De publieke belangen zijn geborgd in een regresovereenkomst of contragarantie-overeenkomst tussen de NHI en de Staat. Op deze wijze worden de voorwaarden en waarborgen transparant en zakelijk weergegeven. Daarnaast, staat de NHI onder DNB-toezicht. Voor het toezicht van DNB zal een nieuw wettelijk kader worden opgezet. De contouren van dit kader worden beschreven in paragraaf 4.3.

4.3. Extern toezicht

Een van de randvoorwaarden voor de uitwerking van de NHI is het inrichten van adequaat extern toezicht. Hieronder wordt ingegaan op de verschillende aspecten van dit toezicht. Allereerst wordt besproken op welke wijze door DNB extern toezicht zal worden gehouden op de NHI. Vervolgens komen de handhavingsinstrumenten van DNB aan de orde. Daarna zal worden ingegaan op het proces dat moet worden doorlopen om het toezicht van DNB op de NHI te formaliseren.

4.3.1. Inhoud van het DNB toezicht

Gelet op het specifieke karakter van de NHI is een nieuw en op maat gesneden toezichtkader nodig. Bestaande toezichtkaders zijn of in het geheel ongeschikt (bijvoorbeeld het toezichtkader beleggingsinstellingen) of bieden onvoldoende ruimte voor maatwerk (bijvoorbeeld het opt-in kader voor bancair toezicht). Gezien het belang dat wordt gehecht aan adequaat extern toezicht heeft een nieuw wettelijk toezichtkader de voorkeur. Voor de invulling van het prudentiële toezicht van DNB wordt aangesloten bij de strekking van de bepalingen ingevolge de WFT die gelden voor toezicht op financiële ondernemingen die voor de uitoefening van het bedrijf van een bank een door DNB verleende vergunning als bedoeld in artikel 2:11 eerste lid WFT hebben, daar waar deze relevant worden geacht voor de NHI. Daarnaast zullen er nieuwe elementen moeten worden ontwikkeld die aansluiten op het specifieke karakter van de NHI. Het DNB toezicht op de NHI kan worden verdeeld in drie deelonderwerpen:

1. **Bestuur:** DNB ziet erop toe dat de betrouwbaarheid van de personen die het dagelijks beleid bepalen en de personen die het orgaan vormen dat belast is met toezicht op het beleid en de algemene gang van zaken van de NHI buiten twijfel staat. Daarnaast ziet DNB erop toe dat de hiervoor genoemde personen geschikt zijn voor de uitoefening van hun functie.
2. **Beleid en bedrijfsvoering:** De NHI dient adequaat beleid te voeren, gericht op een integere uitvoering van het bedrijf. De NHI dient voorts de bedrijfsvoering zodanig in te richten dat een beheerste en integere uitoefening van haar bedrijf gewaarborgd is. DNB ziet erop toe dat de NHI haar bedrijfsprocessen en bedrijfsrisico's voldoende beheerst. Voor de NHI houdt dit specifiek in dat DNB er op toeziet dat de NHI het risicomodel ter mitigatie van het ALM-risico op adequate wijze implementeert, handhaaft en periodiek valideert.

3. **Eigen vermogen:** DNB ziet erop toe dat de NHI over een minimumbedrag aan eigen vermogen beschikt om operationele risico's af te dekken. Hiervoor zullen regels worden gesteld met betrekking tot de omvang en de samenstelling.

4.3.2. Bevoegdheden en handhavingsinstrumenten DNB

DNB zal ten minste de volgende bevoegdheden en handhavingsinstrumenten hanteren:
1. Bestuurlijke boete
2. Last onder dwangsom
3. Aanwijzing

De bovenstaande handhavingsinstrumenten kan DNB naar eigen inzicht inzetten indien de NHI niet voldoet aan de prudentiële eisen. Aan DNB komt daarnaast een bindende adviesbevoegdheid toe met betrekking tot de benoeming van de personen die deel zullen uitmaken van het bestuur en het toezichtorgaan. Indien DNB vaststelt dat de geschiktheid en de betrouwbaarheid van deze personen niet buiten twijfel staat, dan staat deze constatering in de weg van benoeming van deze persoon als lid van het bestuur of het toezichtorgaan. Ook zal DNB beschikken over eenzelfde bevoegdheid om de vervanging van een bestuurder of toezichthouder te gelasten, indien feiten en omstandigheden veranderen die van invloed zijn op het oordeel ten aanzien van de geschiktheid of de betrouwbaarheid van een bestuurder.

Als ultimum remedium komt DNB de bevoegdheid toe om een of meer personen te benoemen als bewindvoerder.

4.3.3. Wetgevingstraject ten aanzien van DNB toezicht

De wijze waarop DNB toezicht zal houden op de NHI en de handhavingsinstrumenten die DNB hierbij zal toekomen, zullen worden opgenomen in een nieuwe wet.

In de periode waarin de NHI wordt opgezet, maar het wetgevingstraject eventueel nog niet is afgerond zal DNB al wel een rol spelen bij de oprichting. De NHI kan pas overgaan tot uitgifte van obligaties als het wetgevingstraject is afgerond. Vanaf dat moment beschikt DNB namelijk over de bevoegdheden en handhavingsinstrumenten die onlosmakelijk zijn verbonden met effectief toezicht.

5. De samenstelling van de balans van de NHI

Dit hoofdstuk behandelt de samenstelling van de activa (de aangekochte NHG-securitisaties) en de passiva (de uit te geven NHO's) op de balans van de NHI. Eerst worden de criteria behandeld welke de NHI moet stellen aan de woningfinancier en de securitisaties op basis van NHG-hypotheken (NHG-RMBS'en) die deze bij de NHI kan plaatsen en welke de actiefzijde van de NHI balans vormen (paragraaf 5.1). Daarna wordt de vormgeving van de NHO's besproken, waarmee de passiefzijde van de NHI balans zichtbaar wordt (paragraaf 5.2). Tot slot wordt het openstaande punt van de behandeling van de NHO's in de financiële regelgeving kort besproken (paragraaf 5.3).

5.1. Structurering van de activa in de NHI

Deze paragraaf bespreekt de vereiste kenmerken van de structurering van de activa (RMBS'en) in de NHI. Voor een technische beschrijving van de werking van RMBS'en wordt verwezen naar KPMG (2013) en de risicoanalyse in appendix A3.1. Verder wordt ingegaan op de verplichtingen die worden gesteld aan de woningfinancier ten aanzien van de NHI.

5.1.1. Criteria voor toelaatbare RMBS

De activa van de NHI bestaan uit RMBS'en welke gekocht worden van de woningfinanciers.[16] De structurering van de RMBS'en is in meer detail uitgewerkt in appendix A5.1. De hoofdpunten zijn hieronder weergegeven:

- De RMBS transactie heeft als onderpand NHG-hypotheken die nieuw verstrekt zijn of waarvan op enig leningdeel een renteherziening heeft plaatsgevonden, in beide gevallen na een vooraf vastgestelde datum.
- De meest senior obligatie van een RMBS transactie moet voorzien zijn van tenminste twee ratings (met de hoogst te bereiken rating in Nederland).
- Veel detailvereisten aan de RMBS worden door het vereiste van een rating ondervangen. De raters vormen zich bijvoorbeeld een oordeel over de kredietrisico's op NHG-hypotheken zoals het eigen risico voor de geldverstrekker maar ook de kwaliteit van de verstrekking en servicing van de woningfinancier.
- De verwachte couponrente van de RMBS'en is gelijk aan de verwachte couponrente op de NHO's.
- De aflossingen op RMBS'en en NHO's dienen plaats te vinden op dezelfde datum met dezelfde nominale omvang.
- De RMBS'en voldoen zoveel mogelijk aan de best practices in de securitisatiemarkt. De NHI stelt daarbij minimum eisen, waarbij zoveel mogelijk wordt aangesloten bij de criteria gesteld door het Europese Prime Collaterised Securities (PCS) initiatief en de transparantie gegeven door de Dutch Securitisation Association (DSA).
- De NHI dient mogelijkheden te krijgen te acteren indien de woningfinancier in gebreke blijft. Het stemrecht binnen de RMBS zal voor dit doel ingericht moeten zijn. Voor zolang de NHI en/of de

[16] Toelatingscriteria anders dan betrekking hebbende op de RMBS'en die de woningfinancier aan de NHI aanbiedt, worden besproken in paragraaf 6.1.1.

Staat de senior tranche van de RMBS houdt, zal de woningfinancier de overige RMBS tranches op de eigen balans houden.

- De NHI koopt één of meerdere tranches van de RMBS van de woningfinancier voor een prijs gelijk aan het product van i) de hoofdsom van de RMBS tranche en ii) de uitgifteprijs uitgedrukt als percentage van de gerelateerde NHO.
- De woningfinancier is aansprakelijk voor verliezen die de NHI mogelijk kan lopen ten gevolge van kredietverliezen door minder dan voorziene uitbetaling door de stichting Waarborgfonds Eigen Woningen (WEW) onder de NHG en verliezen ten gevolge van mismatches tussen de kasstromen van de RMBS'en en de NHO's. Deze aansprakelijkheid is uitdrukkelijk niet voor operationele fouten van de NHI, maar is bedoeld voor een situatie na het niet nakomen van de verplichtingen onder de koopovereenkomst tussen de woningfinancier en de NHI.
- Om het marktrisico voor de Staat te beperken zullen veel RMBS obligaties zodanig vormgegeven zijn dat de rente na de verwachte einddatum zal veranderen van een vaste jaarlijkse rente naar een variabele rente op kwartaalbasis. Dit is echter niet opgenomen als een vereiste aan een RMBS. Bij een blijvende vaste rente op de RMBS zal er wel een grotere zekerheid door de woningfinancier moeten worden verstrekt. De omvang van deze zekerheid wordt bepaald met de stresstesten zoals deze in hoofdstuk 7 zijn beschreven.

5.1.2. Verplichtingen woningfinancier inclusief te stellen zekerheden[17]

De woningfinancier aanvaardt de volgende verplichtingen ten aanzien van de NHI:

- De woningfinancier dient bij (vervroegde) aflossing van hypotheken deze aan te vullen met nieuwe hypotheken om zodoende te realiseren dat de hoofdsom van de RMBS gelijk blijft. Mocht het niet langer mogelijk zijn om hypotheken aan te vullen dan zal de woningfinancier na overleg met de NHI eventueel de mogelijkheid geboden krijgen tot aanvulling met euro gedenomineerde staatobligaties, cash of andere beleggingen die kwalificeren als meest liquide activa met een AAA-rating[18] en zover mogelijk binnen de restricties die gesteld worden aan de RMBS transactie vanuit de betrokken kredietbeoordelaars.
- De woningfinancier is verplicht om op einddatum van een NHO de gerelateerde RMBS (of de onderliggende hypotheken) terug te kopen op nominale waarde, zodanig dat met de opbrengst de NHO kan worden afgelost.
- De woningfinancier dient ervoor zorg te dragen dat gedurende de looptijd van de NHO's de RMBS'en en de onderliggende beleggingen aan de toelatingscriteria onder de koopovereenkomst tussen woningfinancier en de NHI blijven voldoen. Bij een (mogelijke) afwaardering van de kredietwaardigheid van de RMBS tot onder het door de NHI gewenste niveau of vergelijkbare gebeurtenissen, zal de woningfinancier ervoor zorgen dat (op eigen kosten) de RMBS'en binnen een vooraf bepaalde en gedocumenteerde termijn weer aan de toelatingscriteria voldoen. Mocht de rating van een RMBS door een methodologieverandering bij één of meerdere kredietbeoordelaars worden verlaagd en deze verandering is volgens de NHI onvoldoende relevant om de woningfinancier te vragen de RMBS te herstructureren dan kan van dit artikel afgeweken worden.

---

[17] Op de documentatie waarin deze verplichtingen worden vastgelegd zal een second opinion worden gevraagd van een door de Staat aan te wijzen onafhankelijke deskundige partij.

[18] Zoals beschreven in artikel 416 lid 1 van de Verordening 575/2013 van het Europees Parlement en Raad van 26 juni 2013 (de Capital Requirements Regulation).

- Mochten er operationele gebeurtenissen plaatsvinden waardoor een RMBS te laat betaalt, als gevolg waarvan liquiditeit verstrekt dient te worden aan de NHI door een derde partij, dan zal de woningfinancier de schade aan de liquiditeitsverschaffer vergoeden (inclusief een marktconforme boeterente). Voor de afhandeling van een dergelijke situatie wordt verwezen naar paragraaf 7.1.
- De woningfinancier betaalt aan de NHI jaarlijks vooraf een premie ter dekking van de kosten van de NHI. Deze premie dient af te hangen van het daadwerkelijk gebruik van de NHI door de woningfinancier en zal jaarlijks worden vastgesteld. De woningfinancier betaalt aan de NHI een garantiepremie ter dekking van de risico's die de Staat loopt voor het garanderen van de betalingsverplichtingen van de NHI onder de NHO's.
- Bij het niet nakomen van de verplichtingen onder deze overeenkomst door de woningfinancier dient de woningfinancier de RMBS'en terug te kopen van de NHI tegen een prijs waarvoor de NHI gecompenseerd wordt voor de schade die het ondervindt of verwacht te ondervinden.

Tot zekerheid voor nakoming van de verplichtingen van de woningfinancier, zal de woningfinancier ook zekerheden verstrekken aan de NHI. Zie voor nadere uitwerking en toelichting paragraaf 7.1.1.

5.1.3. Swaps

Indien er een swap in de RMBS structuur aanwezig is dan zal deze swap de hoofdsom van de hypotheken exact volgen en waarschijnlijk de volgende 'poten' hebben:

1. De RMBS structuur betaalt de gewogen gemiddelde rente op de hypotheken vermenigvuldigd met de hoofdsom van de swap.
2. De RMBS structuur ontvangt een vaste rente die gelijk is aan de rente op de RMBS.

Vanuit de NHI zijn er geen verplichtingen in de RMBS om wel of niet een swap te gebruiken en het is de woningfinancier die een efficiënte transactie onder meer globale vereisten moet (laten) structureren. Het gebruik van swaps roept echter wel vragen op. Deze paragraaf gaat in op het gebruik van swaps en de gevolgen hiervan. Een belangrijk vereiste van de NHI is dat de RMBS een zo hoog mogelijke rating verkrijgt waardoor raters een oordeel moeten vellen over het renterisico in de transactie. In de analyse van rating agencies wordt expliciet het renterisico gemodelleerd en worden bij afwezigheid van een swap stresstesten toegepast om de structuur te testen. Bij het gebruik van een swap worden er strenge eisen gesteld aan de kredietwaardigheid van de swap tegenpartij en ontvangt de RMBS structuur onderpand indien de kredietwaardigheid van de swap tegenpartij onvoldoende is.

In de veronderstelling dat de meeste hypotheken een vaste rente voor een periode van 5 of 10 jaar hebben zal de swap dan ook een fixed-fixed karakter hebben tot aan de verwachte einddatum en fixed-float voor de periode daarna. De tussentijdse waarde van de swap zal dan ook veranderen indien de verwachte rente voor de periode tussen de verwachte en juridische einddatum van de RMBS wijzigt.

Het 'risico' op renteherzieningen voor de RMBS Structuur komt door een dergelijke swap ook bij de swap tegenpartij te liggen. De waarde van de swap zal dan ook gedeeltelijk afhangen van de verwachting over toekomstige renteherzieningen. Hoeveel renteherzieningen er zijn is uiteraard

afhankelijk van de rente-typische looptijd van de hypotheken maar ook van verwachtingen over vervroegde aflossingen in de portefeuille.

De discussie die vaak naar boven komt bij swaps is het risico dat gelopen wordt op de tegenpartij en wat er precies geregeld is bij een default van de swap tegenpartij.

In de situatie dat de woningfinancier zelf de swap tegenpartij is voor de RMBS en een EoD raakt dan zal de swap met de RMBS structuur op het moment van EoD vervroegd beëindigd worden. Op het moment van vervroegde beëindiging is er een vergoeding voor voortijdige beëindiging[19].

- Indien de waarde zodanig is dat de RMBS structuur aan de woningfinancier moet betalen dan is deze betaling achtergesteld en wordt de boedel van de woningfinancier pas uitbetaald indien de RMBS structuur hier voldoende middelen voor heeft.
- Indien de waarde zodanig is dat de woningfinancier moet betalen dan kan de RMBS structuur dit verrekenen met het collateral dat ze dan reeds heeft ontvangen onder de swap. Met deze middelen kan ze zich dan wederom indekken.

In het geval dat de woningfinancier niet zelf de swap tegenpartij is voor de RMBS maar een partij die er als intermediair tussen zit,[20] dan zal de situatie ontstaan dat bij default van de woningfinancier de swap tegenpartij gewoon aan haar verplichtingen blijft voldoen onder de RMBS:

- Deze swap intermediair zal dan een betaling ontvangen of moeten maken richting de woningfinancier voor de waarde van de swap. Dit is los van de NHI zo geregeld tussen de woningfinancier en de swap intermediair.
- Aangezien de swap intermediair zich pas gaat hedgen bij default van de woningfinancier heeft ook de NHI of een andere partij de mogelijkheid de swap over te nemen.[21] Deze mogelijkheid biedt een soort van bescherming aan de boedel van de woningfinancier dat de waarde van de swap niet verkeerd wordt ingeschat. Het kan zijn dat het voor de NHI meer economisch is om de swap met de RMBS structuur zelf te verstrekken, gedurende de looptijd zal ze dan echter wel de waarde van de swap met de tegenpartij dienen af te rekenen.
- De waarde van de swap is echter niet symmetrisch. Indien de intermediair naar verwachting een hogere (hypotheek) rente zal ontvangen dan ze dient te betalen aan rente op obligaties dan zal ze bij voortijdige beëindiging hier slechts beperkt voor kunnen betalen richting woningfinancier. De obligaties zijn namelijk allemaal in handen van de NHI en de NHI kan dan ook besluiten de RMBS voortijdig te beëindigen. De NHI krijgt hiermee een optie in handen maar feitelijk is dit nadelig voor de woningfinancier die hiermee extra zekerheid geeft.

[19] Bij een voortijdige beëindiging van een swap dient de marktwaarde van een swap afgerekend te worden. Het jargon voor deze afrekening is ‘termination payment’.

[20] Vanuit de rating agencies worden strenge eisen gesteld aan tegenpartijen voordat een AAA rating afgegeven kan worden. Hierdoor kiezen woningfinanciers er vaak voor om een voldoende gerate tegenpartij te plaatsen tussen de woningfinancier en de RMBS structuur (back to back). Naast het er tussenplaatsen van een swap tegenpartij kan een derde partij ook een garantie aan de RMBS structuur verstrekken dat de woningfinancier aan haar verplichtingen voldoet.

[21] Op een dergelijk moment zal gekeken worden of de voorgestelde partij – NHI of de andere partij – de juiste regulatoire vergunningen heeft.

Samengevat heeft de NHI dus de mogelijkheid de swap op de RMBS door te laten lopen aangezien de swap op de RMBS is gestructureerd voor de gehele looptijd (typisch 30 jaar) van de RMBS.[22] De RMBS zal na afloop van een bijbehorende NHO variabele rente betalen waarbij op dat moment de NHI pass through NHO's kan uitgeven tegen een variabele rente (zie paragraaf 5.2.8). Op het moment van default van de woningfinancier heeft de NHI echter tevens de mogelijkheid zelf de swap over te nemen, dit is een optie en daarmee per definitie gunstig voor de NHI. In alle gevallen is het de woningfinancier die via collateral bij de RMBS structuur / swap intermediair het marktrisico voor de NHI 'betaalt.' Voor woningfinanciers is deze oplossing waarschijnlijk wel te prefereren boven het beklemmen van grote hoeveelheden activa voor gestreste rentescenario's.

5.2. Structurering van de passiva in de NHI: de NHO's

Deze paragraaf geeft een algemene beschrijving van de structuur van de passiva in de NHI (de NHO's). De precieze voorwaarden en condities van de NHO's, zoals deze worden gehanteerd gedurende de beginfase van de NHI, inclusief bijbehorende juridische bepalingen zijn geheel te lezen in appendix A5.2. Als algemeen uitgangspunt dienen de kenmerken van de NHO's zoveel mogelijk aan te sluiten bij Nederlandse staatsobligaties om zodoende de hoogste mate van liquiditeit van de NHO's te kunnen bereiken (eventuele verdringing van Nederlandse staatsobligaties door NHO's als gevolg hiervan wordt hieronder ook besproken). Verder heeft het de voorkeur om de uiteindelijke NHO voorwaarden en condities zo kernachtig mogelijk vorm te geven als praktisch mogelijk met als doel de complexiteit van NHO's te verlagen. Tenslotte dienen de kenmerken (zoals looptijd en coupon) van de NHO's naadloos aan te sluiten bij de kenmerken van de activa in de NHI (de RMBS'en) om agio/disagio in de NHI te voorkomen (vanuit het vereiste om de NHI te beheren als kasstelsel zoals beschreven in hoofdstuk 8). Deze paragraaf sluit af met een korte beschrijving van pass through NHO's aangezien dit instrument aantrekkelijk voor de NHI is om te gebruiken in tijden van hoge rentes en indien een woningfinancier in default is.

5.2.1. Coupontype

Om een zo groot mogelijk aantal investeerders aan te spreken is het wenselijk om de NHO's qua coupontype aan te laten sluiten bij Nederlandse staatsobligaties. De NHO's dienen daarom in beginsel een vaste nominale couponrente te hebben. Afhankelijk van het renteklimaat ten tijde van de uitgifte van de NHO zou een variabele rentevoet in de toekomst alsnog overwogen kunnen worden.

5.2.2. Couponfrequentie

Europese staatsobligaties (met uitzondering van Italiaanse) hebben een jaarlijkse coupon. Daarom wordt voorgesteld om ook voor de NHO's de couponfrequentie in beginsel op eenmaal per jaar te zetten. De verwachting is dat voor een aantal investeerders een afwijkende couponfrequentie ertoe zal leiden dat de NHO's als een veel minder aantrekkelijke beleggingscategorie zullen worden beoordeeld. Dit risico weegt niet op tegen het voordeel van een geringer operationeel risico bij een hogere

[22] Slechts de zogenaamde Optional Redemption Date (ORD), de datum waarop de uitgever van de RMBS het op zijn vroegst het recht heeft om de RMBS af te lossen, is bij de structurering van de RMBS gelijk gezet aan die looptijd van de NHO.

couponfrequentie.[23] De kosten van de jaarlijkse coupon in termen van gederfde rente inkomsten (negative carry)[24] zijn te mitigeren langs twee kanalen. In de eerste plaats kan worden toegestaan om de RMBS aanvullingsvereisten vanuit de woningfinancier op maandbasis plaats te laten vinden. Daarnaast kunnen de couponbetaaldata (bijvoorbeeld 20 februari, mei, augustus en november) van de RMBS'en worden gevarieerd voor de verschillende looptijden (bijvoorbeeld 2, 5 en 10 jaar). Hierbij is een eventuele eerste verkorte of verlengde couponbetaling met het oog op liquiditeit van de markt geen probleem (ter vergelijking: dit kan ook plaatsvinden bij de uitgifte van Nederlandse staatsobligaties).

5.2.3. Aflossing

De aflossing van de NHO houdt in beginsel aansluiting bij de karakteristieken van de Nederlandse staatsobligaties. Dat betekent een volledige aflossing van de obligatie op de einddatum zonder mogelijke tussentijdse aflossingen (een zogenaamde bullet lening). De NHI kan er echter voor kiezen om hier van af te wijken, met het oog op het beheersen van de risico's binnen de door de Staat gestelde risicotolerantie (zie hoofdstuk 7 voor een nadere uitwerking en kwantificering).

5.2.4. Staatsgarantie

De staatsgarantie op de NHO's garandeert de tijdige betaling van coupon en hoofdsom. Deze garantie is onvoorwaardelijk en onherroepelijk en dient op een eenvoudige wijze geconstrueerd te worden zonder voorwaarden voor investeerders (maar wel met tussen de NHI en de Staat overeen te komen afspraken), zodat over de interpretatie hiervan bij investeerders geen onduidelijkheid kan ontstaan. De NHO's welke zijn opgenomen in de NHI zijn onderling gelijk in rang (pari passu).

5.2.5. Liquiditeit

Naast de in dit hoofdstuk genoemde elementen zal de liquiditeit van de NHO's voor een belangrijk deel afhangen van het te behalen volume en de spreiding daarvan over verschillende looptijden. De uitgifte van NHO-series met een substantiële nominale omvang geeft een grotere kans voor opname in obligatie-indices[25] wat de liquiditeit ten goede zal komen. Vanuit de investeerders is indicatief aangegeven dat een uiteindelijk minimaal volume van €3 mrd per NHO serie gewenst is. Spreiding over verschillende looptijden kan bovendien verschillende typen investeerders aantrekken en leiden tot een prijsvorming van de NHO's bij verschillende resterende looptijden, bijvoorbeeld 2, 5 en 10 jaar. Het mag duidelijk zijn dat bij de in paragraaf 6.1.2 geschatte NHO emissievolumes voor de komende jaren een afweging bestaat tussen het snel bereiken van het gewenste minimum volume

---

[23] Vanuit de operationele invalshoek zou een couponfrequentie voor de NHO's zoveel mogelijk moeten aansluiten bij de couponfrequentie van de onderliggende activa, i.e. maandelijks moeten zijn. Dan resulteert de minste operationele complexiteit in het proces van tussentijds uitzetten van gelden bij verschillende tegenpartijen en zou de hoeveelheid (betaal)activiteiten het best kunnen worden verdeeld over het jaar.

[24] Bij een couponfrequentie van eenmaal per jaar zal de woningfinancier de maandelijks binnenkomende middelen in de RMBS opzij moeten zetten. Dit betekent effectief dat voor deze middelen de NHI niet dient als financieringsinstrument van de onderliggende hypotheken. Dit verlies (negatieve carry) treedt vooral op voor woningfinanciers waarvan de rating ontoereikend is om de middelen uit te zetten op interne bankrekeningen. Deze eis wordt gesteld aan RMBS'en met de hoogste rating vanuit de kredietbeoordelaars. Afhankelijk van de rating van de woningfinancier kan deze negatieve carry oplopen tot enkele basispunten op jaarbasis.

[25] Zoals de Barclays Euro Aggregate. Vele institutionele investeerders worden afgerekend op de relatieve performance van zulke obligatie-indices (zogenaamde 'benchmark investeerders') waardoor opname hierin resulteert in een betere zichtbaarheid van het product.

per NHO serie en het snel uitbreiden van de NHO series naar verschillende looptijden. Het advies van de projectgroep NHI is om hier te kiezen voor de benadering waarbij eerst voldoende volume op één looptijd wordt opgebouwd, alvorens de NHO series worden uitgebreid naar verschillende looptijden.

Ter indicatie geeft tabel 5.1 aan wat de criteria zijn voor toelating tot obligatie-indices die voor de NHO's aantrekkelijk zouden kunnen zijn om in opgenomen te worden.[26] Met een gewenst minimum volume van €3 mrd per NHO serie voldoen zij in elk geval aan de kwantitatieve criteria. De vereiste van minimaal een investment grade rating van de NHO's zou geen probleem mogen opleveren gegeven het verstrekte onderpand en de expliciete staatsgarantie.

Tabel 5.1. Overzicht indexcriteria van enkele belangrijke benchmark providers

Benchmark	Sub-sector	Criteria
Barclays Euro Aggregate	Government Related	Minimale uitgifte €300 mln Resterende looptijd minimaal 1 jaar Vaste coupon Vooraf vastgesteld betalingsschema Investment grade rating
JP Morgan Euro Credit Index	Public Sector	Minimale uitgifte €300 mln Volledige aflossing op einddatum Investment grade rating
Bank of America Merrill Lynch Euro Index	Quasi-Government	Minimale uitgifte €250 mln Resterende looptijd minimaal 1 jaar Vooraf vastgesteld betalingsschema Investment grade rating
Markit iBoxx Euro Overall	Sub-Sovereigns	Minimale uitgifte €1 mrd Resterende looptijd minimaal 1 jaar Vaste coupon Vooraf vastgesteld betalingsschema Investment grade rating

In de secundaire markt is de verwachting dat nieuw uit te geven NHO's deel zullen uitmaken van benchmark indices. Dit zal ertoe leiden dat een actieve secundaire markt kan ontstaan, waarin transparantie en liquiditeit geboden wordt door verschillende partijen. Dit zal er uiteindelijk toe leiden dat een rentecurve kan ontstaan van NHO's (of Nederlandse staatsgegarandeerde obligaties in het algemeen). Daarnaast wordt geadviseerd om door middel van primary dealers[27] de liquiditeit in de NHO-markt te onderhouden. Ten slotte wordt vanuit de investor relations functie gebruik gemaakt van de diensten van internationale zakenbanken, welke via hun wijdvertakte verkoopkanalen eveneens aan de liquiditeit van de markt voor NHO's zullen bijdragen.

[26] Er is hierbij aangesloten bij de government related categorie waar bijvoorbeeld ook obligaties van 'KfW Bankengruppe', 'De Nederlandse Waterschapsbank' en de 'European Investment Bank' deel van uitmaken.
[27] Welke de liquiditeit garanderen door reguliere bied- en laatprijzen af te geven.

5.2.6. Van RMBS naar NHO

Voor het exacte proces om te komen tot het een (serie van) RMBS('en) die door een specifieke NHO wordt gefinancierd speelt een aantal overwegingen welke bij een verdere uitwerking van de NHI aan bod dienen te komen. Hierbij gaat het vooral om de complicaties die spelen bij het koppelen van de couponhoogte van de RMBS aan de couponhoogte op de overeenkomstige NHO welke hieronder worden opgesomd:

- Er is een beperkte capaciteit bij kredietbeoordelaars, paying agents en clearing houses om in een korte tijd de couponhoogte van veel RMBS'en aan te passen aan de exacte couponhoogte van de NHO's. Er dient uitgewerkt te worden welke hoeveelheid operationeel gezien mogelijk is voor de verschillende partijen om vast te kunnen stellen hoeveel RMBS'en over hoeveel tijd in een NHO gebundeld kunnen worden. Bij kredietbeoordelaars speelt hierbij dat geringe afwijkingen in couponhoogte kunnen worden opgevangen, maar te grote (opwaartse) afwijkingen gevolgen kunnen hebben voor de rating van de RMBS'en. Aangezien neerwaartse bijstellingen het kredietwaardigheidsoordeel niet beïnvloeden, is het belangrijk dat de hoogte van de coupon initieel hoog wordt ingezet,[28] zodat bij wijzigende marktomstandigheden de couponhoogte bij uitgifte NHO neerwaarts kan worden bijgesteld. Verder dient een automatische herijking (refixing) van de couponhoogte van de RMBS bij uitgiftedatum van de overeenkomstige NHO opgenomen te worden in de juridische documentatie.
- Het vastzetten van een couponhoogte op de NHO dient niet te lang voor het moment van emissie plaats te vinden, aangezien dit gegeven marktbewegingen kan resulteren in een uitgifteprijs welke ver van de nominale waarde ligt, wat als onwenselijk wordt gezien vanuit investeerders. In het algemeen geldt hier vanuit de investeerders wel dat uitgifte bij voorkeur iets onder nominale waarde plaatsvindt ten opzichte van uitgifte boven nominale waarde.
- De couponhoogte van de RMBS'en zou bij voorkeur zodanig moeten worden vastgesteld dat er zo min mogelijke operationele handelingen plaatsvinden bij de NHI. Hierbij dienen de coupons van de RMBS'en gelijk te zijn aan de verwachte coupons op de NHO's.

Er dient vooral voldoende inzicht te bestaan in de hoeveelheid RMBS'en welke door de woningfinanciers worden aangeboden aan de NHI, aangezien dit het communicatieproces richting externe investeerders zal vergemakkelijken. Dit inzicht kan bereikt worden door te werken met vaste tijdlijnen zoals in figuur 5.1 nader uiteengezet.

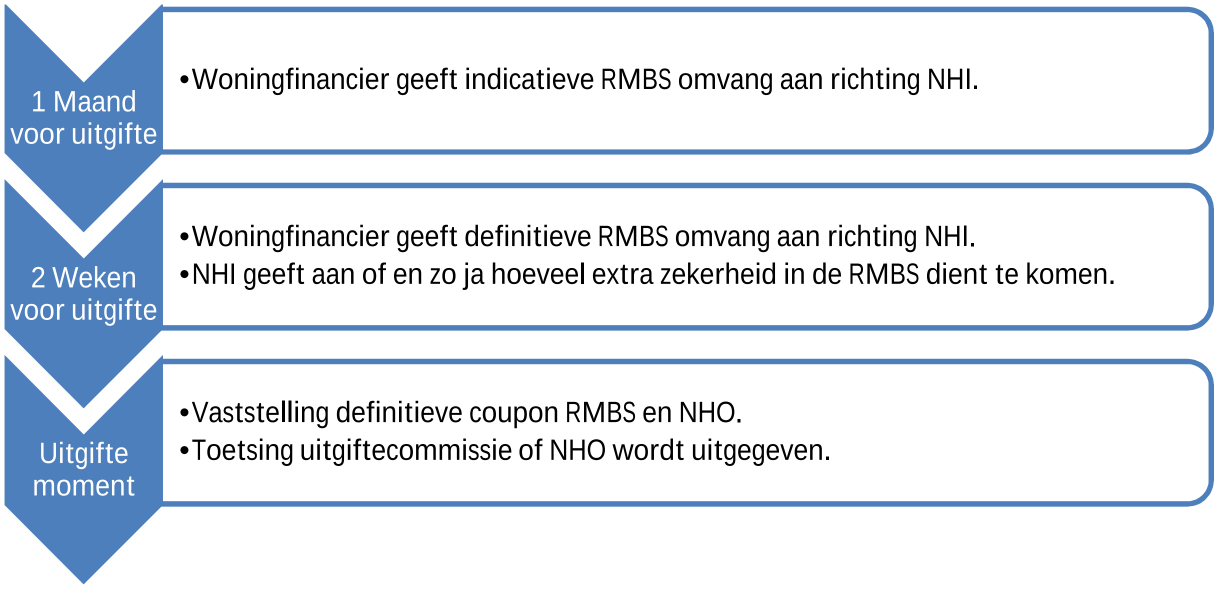
Daarnaast zal de NHI in haar besluitvorming inzake de uitgifte van NHO's de woningfinanciers dienen te betrekken, bijvoorbeeld middels een adviserende uitgiftecommissie die mede bestaat uit een afvaardiging van de woningfinanciers. Gezamenlijk kan men dan bepalen of betreffende RMBS'en (met bijbehorende looptijd) aangeboden zullen worden aan de NHI en derhalve of de NHO definitief uitgegeven kan worden. Hier zou bijvoorbeeld bij turbulentie op de financiële markten vanaf kunnen worden gezien.[29] Verder zal deze uitgiftecommissie een algemeen toetsende rol hebben bij

[28] Dit heeft wel gevolgen voor de grootte van de verschillende (junior) tranches ten opzichte van de meest senior tranche. Hierbij dient een afweging gemaakt te worden tussen de flexibiliteit in de structurering van de RMBS en de uiteindelijk bijbehorende financieringskosten voor de woningfinancier.

[29] Het gevolg hiervan is dat de NHI geen opbrengsten ontvangt uit de emissie van NHO's waardoor zij niet in staat is om de aangeboden RMBS'en te kopen van de woningfinanciers. Mogelijke financiële risico's in een dergelijk scenario liggen bij de woningfinancier.

voorgestelde wijzigingen in de plaatsingsstrategie van de NHI en jaarlijks besluiten hoe de uitgifte-kalender wordt ingevuld.

Figuur 5.1. Tijdlijn informatievoorziening woningfinanciers aan de NHI



5.2.7. De concurrentie met Nederlandse Staatsobligaties (DSL)

Door de NHO's qua karakteristieken zoveel mogelijk op DSL te laten lijken, dringt de vraag zich op of en in welke mate zij de concurrentie met DSL aangaan. De verwachting is dat de uitgifte van NHO's door de NHI niet meteen zal leiden tot hogere rentes op DSL. De uitgiftes van de NHI zullen een nagestreefde omvang hebben van minimaal €3 mrd per NHO serie en een totaal uitstaand volume van €50 mrd na 8 jaar. Nederlandse staatsobligaties hebben doorgaans een uitstaand bedrag van minimaal €15 mrd per uitgifte en een veel hogere liquiditeit door quoteerverplichtingen van primary dealers. Als op termijn door de NHI ook pass through obligaties uitgegeven zouden worden, dan zou dit het verschil met staatsobligaties verder vergroten. De verwachting is dat de NHI door banken en in het buitenland vooral als een 'Agency' wordt gezien en door veel investeerders in een andere portefeuille wordt aangehouden dan staatsobligaties. Het is wel denkbaar dat een aantal buitenlandse investeerders door investeringen in NHO's op termijn mogelijk sneller tegen een landenlimiet op beleggingen in Nederland aan loopt, wat in dat geval de vraag naar Nederlandse staatsobligaties kan verminderen. Waarschijnlijk zal de NHI echter door veel Agency investeerders eerder gezien worden als een substituut voor de sectorbanken (BNG Bank, NWB Bank) en Propertize (de vastgoedportefeuille van de SNS) dan voor de Nederlandse Staat. Ook voor benchmark investeerders (zoals toegelicht in voetnoot 25) vormen NHO's en Nederlandse staatsobligaties geen perfecte substituten voor elkaar, aangezien Agencies doorgaans in andere benchmarkportefeuilles zitten dan staatsobligaties.[30] Nederlandse institutionele investeerders hebben overigens wel aangegeven NHO's als een alternatief voor Nederlandse staatsobligaties te zien, met een onvoorwaardelijke staatsgarantie, een rente-opslag en toch acceptabele liquiditeit. Gegeven de grote

[30] Dit alles doet overigens niets af aan het gegeven dat in het huidige tijdsgewricht de overvloedige liquiditeit in de markt de spreads ten opzichte van Staatspapier zeer beperkt houdt.

vraag naar hoogwaardig en liquide papier zal dat naar verwachting geen meetbaar prijseffect veroorzaken.

5.2.8. Pass through NHO's

Het idee is dat de NHI naast de standaard bullet obligaties ook pass through obligaties kan uitgeven (zie ook cie. AFW, 2013). Deze obligaties lossen niet in één keer af op de einddatum maar de aflossingen zijn afhankelijk van de aflossingen op de onderliggende hypotheken. Het uitgeven van een pass through NHO zal kunnen bijdragen aan het beperken van het risico voor de Staat onder haar garantie op tijdige terugbetaling van een NHO. Dit wordt nader uitgewerkt in paragraaf 7.3.3.

5.3. Behandeling NHO's in regelgeving

De financiële wet- en regelgeving is van grote invloed op de aantrekkelijkheid van de NHO's voor banken, verzekeraars en pensioenfondsen. Hoe gunstiger de behandeling van de NHO's, des te groter de potentiële belangstelling voor de NHO's. Op verschillende onderdelen is de regelgeving voor banken, pensioenfondsen en verzekeraars nog in ontwikkeling. Daarom is vooralsnog geen uitsluitsel te geven over de exacte behandeling van NHO's in de financiële regelgeving.

5.3.1. Liquiditeit

NHO's zijn voor banken, verzekeraars en pensioenfondsen investeringen met een lage risicoweging. Voor banken is daarnaast de behandeling van NHO's in de liquiditeitsregelgeving van belang. Het is waarschijnlijk dat de NHO's in deze regelgeving worden behandeld als hoogwaardige liquide activa (high quality liquid assets, of HQLA) in de liquiditeitsratio (liquidity coverage ratio, of LCR)[31]. Hierdoor zijn ze namelijk aantrekkelijker zijn voor banken om in te beleggen ten behoeve van hun liquiditeitsbuffers.

Om in aanmerking te blijven komen voor een goede HQLA classificatie onder de liquiditeitsregelgeving is het voor de NHO's van belang een voldoende liquide markt te realiseren.

5.3.2. Kapitaal

Voor banken is de kapitaalseis die geldt voor investeringen in NHO's afhankelijk van het model dat een bank hanteert; de gestandaardiseerde benadering (Standardised Approach of SA) of de benadering op basis van interne rating-modellen (internal ratings-based of IRB benadering). Indien de SA wordt gebruikt kunnen banken aan het gegarandeerde deel van de lening het risicogewicht toekennen van de garantieverstrekker (nu 0% in het geval van de Staat). Banken die de IRB benadering hanteren kunnen zelf een ander (hoger) risicogewicht vaststellen indien zij het risico anders inschatten.

[31] Obligaties met een expliciete overheidsgarantie kwalificeren als level 1 HQLA volgens artikel 10(1) (c) in de commission delegated regulation (EU) 2015/61 ("LCR delegated act")

Het wettelijk kader voor verzekeraars stelt geen restricties aan specifieke beleggingen, mits deze passend zijn binnen het prudent person beginsel,[32] de beheersing op orde is en voldoende deskundigheid aanwezig is. Beleggingen moeten passen binnen de beleggingsstrategie van de verzekeraar. Voor verzekeraars lijkt in de financiële regelgeving (Solvency II) geen nulweging voor Staatsgegarandeerd papier mogelijk.

Het wettelijk kader en het toezicht voor pensioenfondsen stelt geen kwantitatieve restricties aan specifieke beleggingen, mits deze voldoen aan het prudent person beginsel, de beheersing op orde is en voldoende deskundigheid aanwezig is. Daarnaast moeten pensioenfondsen een vereist eigen vermogen (VEV) aanhouden als buffer tegen onverwachte verliezen. Hierbij wordt ook het kredietrisico geadresseerd. In het nieuwe Financieel Toetsingskader (FTK) bepaalt de credit rating het kredietrisicoscenario. De exacte uitwerking hiervan voor staatsgegarandeerd papier (waaronder NHO's) zal nader moeten worden bezien.

[32] Het prudent-person beginsel behelst onder meer dat de beleggingen voldoende gediversifieerd zijn, dat hoofdzakelijk op gereglementeerde markten wordt belegd en dat de liquiditeit in de beleggingsportefeuille wordt gewaarborgd.

6. Het potentiële NHO-volume

Dit hoofdstuk behandelt het potentieel haalbare NHO-volume. De Autoriteit Consument en Markt (ACM, 2013) heeft in een rapport aangegeven dat het vanuit mededingingsperspectief wenselijk is als enkel nieuw verstrekte NHG-hypotheken alsmede bestaande NHG-hypotheken waarvan de rentevaste periode vervalt via de NHI gefinancierd kunnen worden. Dit is het vertrekpunt van de analyse en de hieruit voortvloeiende omvang van de markt voor NHO's die maximaal haalbaar is (paragraaf 6.1), waarna overige mededingingsaspecten van de NHI aan de orde komen (paragraaf 6.2). Daarnaast is er informeel overleg gevoerd met de EC waarin kaders ter voorkoming van kwalificatie als staatssteun zij besproken (paragraaf 6.3). Vervolgens wordt de aantrekkelijkheid van het gebruik van de NHI door de woningfinancier bezien binnen deze kaders (paragraaf 6.4). Tot slot wordt er stilgestaan bij factoren die het voordeel van NHI financiering ten opzichte van andere financieringsinstrumenten beïnvloeden (paragraaf 6.5).

6.1. De tot de NHI toelaatbare hypotheken vanuit mededingingsperspectief

Om inzicht te krijgen welke omvang de NHI kan krijgen, benadert deze paragraaf het potentieel beschikbare hypotheekvolume. De analyse beperkt zich in elk geval tot de NHG-hypotheken, vanuit de randvoorwaarde dat de activiteiten van de NHI geen materiële vergroting van het exposure van de Staat mag creëren.[33] Vanuit dat startpunt wordt allereerst bezien welke criteria voldoen aan het mededingingscriterium dat zowel de huidige als ook potentiële nieuwe spelers op de Nederlandse markt gelijke kansen moeten hebben om van de NHI gebruik te maken (6.1.1). Vervolgens wordt vanuit deze kaders berekend wat een maximaal haalbaar NHG-hypotheekvolume kan zijn, gegeven de verdeling van de NHG-productie over de verschillende woningfinanciers in de markt (6.1.2).

6.1.1. Mededingingsaspecten

De vormgeving en inrichting van de NHI mag niet in strijd zijn met de mededingingswetgeving. Dat betekent dat bestaande woningfinanciers geen concurrentievoordeel mogen krijgen ten opzichte van potentieel toetredende partijen. Daarnaast behoort eventueel voordeel van gebruik van de NHI ter financiering van hypotheken ten gunste te komen van de consumenten en niet aan woningfinanciers. Tegen deze achtergrond worden de volgende eisen aan de NHI gesteld:

- De NHI financiert alleen nieuwe hypotheken en hypotheken met een renteherziening.
- Een woningfinancier moet er in zijn strategie van uit kunnen gaan of hij wel of niet middels de NHI kan financieren.
- De NHI staat onder gelijke voorwaarden open voor alle woningfinanciers en deze voorwaarden zijn objectief, proportioneel, transparant en non discriminatoir.

Hieronder wordt op deze eisen ingegaan. Buiten deze eisen om zijn er andere elementen in de vormgeving van de NHI die effect kunnen hebben op de mededinging. Ook deze elementen worden nader toegelicht.

[33] Voor nieuwe hypotheken kent de NHG een 10% eigen risico, voor oudere hypotheken geldt een annuïtair aflopende NHG-dekking, ook als de gedekte hypotheeklening een ander (bijvoorbeeld aflossingsvrij) aflossingsschema kent. Hierdoor kan sprake zijn van onderdekking. Hiernaast is er documentatierisico doordat de NHG de toepasbaarheid van de NHG-garantie ex post toetst. De beschikbare hypotheekdocumentatie kan dan niet toereikend blijken om tot NHG uitkering te komen.

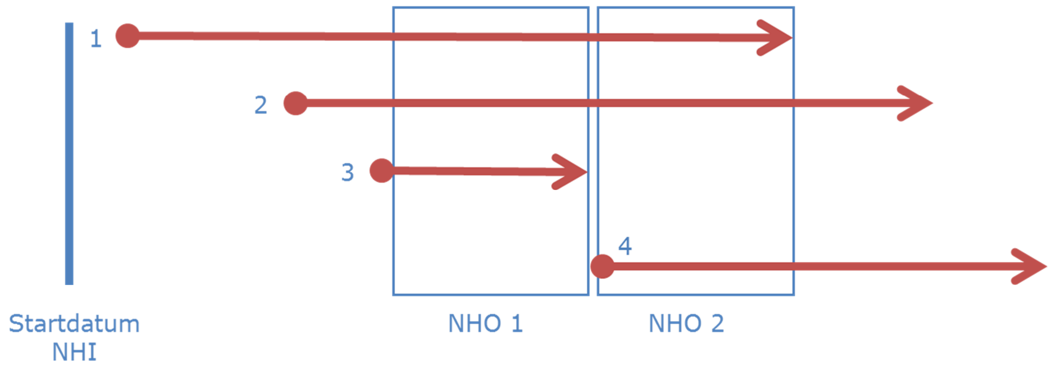
Toelaatbare hypotheken

Alleen nieuwe verstrekte hypotheken en hypotheken met een renteherziening op ten minste een leningdeel[34] die vanaf de datum van goedkeuring tot oprichting van de NHI door de Tweede Kamer zijn verstrekt komen in aanmerking voor financiering via de NHI. Vanaf dat moment kunnen woningfinanciers namelijk in hun markt- en financieringsstrategie rekening houden met de aanwezigheid van de NHI en eventuele voordelen die hiermee zijn gepaard doorgeven. Ook wordt er vanuit gegaan dat na aflossing van een NHO de vrijvallende hypotheken wederom gebruikt mogen worden voor plaatsing in een nieuwe NHO via een nieuw te vormen RMBS (zie box 6.1).

Box 6.1. Bruikbaarheid NHG-hypotheken bij verschillende invulling van 'nieuwe productie'

Een NHO serie zal normaliter bestaan uit verschillende RMBS'en die elk op hun beurt weer uit gebundelde pakketten NHG-hypotheken bestaan. De restricties die worden gehanteerd ten aanzien van de hypotheken die in deze RMBS'en mogen worden opgenomen, bepalen daarmee het haalbare volume van een bepaalde NHO-serie, dan wel het aantal goed gevulde NHO series dat de NHI kan opbouwen. Figuur 6.1 licht dit grafisch toe.

Figuur 6.1. Toelaatbaarheid van NHG-hypotheken en beperkingen m.b.t. NHO-volume



Veronderstel voor de eenvoud dat een NHO uit een drietal pakketten hypotheken moet bestaan om voldoende volume te hebben. De vier rode pijlen in figuur 6.1 stellen vier van deze hypotheekpakketten voor, waar de lengte van de pijlen de looptijd van de hypotheken betreft. Horizontaal wordt in de figuur aldus de looptijd weergegeven, waarbij de verstrekking van de hypotheek wordt aangegeven met de rode start-bol van de pijl en het einde van de looptijd met de pijlpunt.

Bij cumulatieve toelating van nieuwe hypotheken kan NHO 1 gevormd worden op basis van hypotheekpakketten 1, 2 en 3. Indien een hypotheek maximaal bijvoorbeeld een jaar geleden ver-

[34] Dit omdat het alleen mogelijk is om gehele hypotheken te securitiseren en te financieren via de NHI. Woningfinanciers zijn verplicht om uniforme rentetarieven toe te passen voor nieuwe hypotheken en hypotheken (of leningdelen) met een renteherziening (zie artikel 81a Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft). Bij een renteherziening van een leningdeel moet de woningfinancier dus het rentetarief inclusief NHI financieringsvoordeel aanbieden. Om te zorgen dat de woningfinancier dan ook gebruik kan maken van NHI financiering moet de gehele hypotheek in aanmerking komen. Overigens kent slechts een beperkt deel (10-15%) van de bestaande NHG-hypotheekportefeuille hypotheken met leningdelen die verschillende rentelooptijden hebben.

strekt mag zijn om tot een voor de NHI toelaatbare RMBS te worden toegelaten, dan kwalificeren de hypotheekpakketten 1 en 2 mogelijk niet en is er onvoldoende volume beschikbaar om de NHO 1 op te baseren.

NHO 2 kan bij cumulatieve toelating gebaseerd worden op hypotheekpakketten 1, 2 en 4. Ook hier geldt dat het beschikbare onderliggende hypotheekvolume beperkt zou worden (tot hypotheekpakket 4) wanneer de invulling van nieuwe hypotheken beperkt wordt tot hypotheken die maximaal bijvoorbeeld een jaar geleden verstrekt mogen zijn. Meer generiek geldt dat indien de looptijd van NHO's deze periode overtreft, de uit aflossende NHO's vrijvallende hypotheken niet meer gebruikt kunnen worden voor RMBS'en die nieuw te plaatsen NHO's zouden voeden.

Duidelijkheid over financiering via de NHI

Een adviserende uitgiftecommissie, die mede bestaat uit een afvaardiging van de woningfinanciers, zal periodiek een emissiekalender publiceren met vooraf vastgestelde uitgiftedata en beoogde looptijden. Dit biedt zekerheid ten aanzien van de toegang tot NHI financiering en stelt de woningfinancier in staat de RMBS obligatie tijdig te structureren en de financieringskosten in te schatten, zodat deze kunnen worden vertaald naar de consument.

Het is belangrijk om te realiseren dat de tijdlijn om vanaf oprichting van de NHI te komen tot de eerste uitgifte van NHO's pas kan starten op het moment dat de Tweede Kamer heeft besloten dat er een NHI komt. Vanaf dat moment kunnen bestaande en potentieel toetredende partijen zich vanuit mededingingsperspectief op gelijke voet voorbereiden op de komst van de NHI.[35] Zij kunnen dan NHG-hypotheken gaan verstrekken die toelaatbaar zijn als basis voor de securitisaties die aan de NHI kunnen worden verkocht. Op basis van de marktanalyse in het IRP zullen partijen vanaf het moment van politieke besluitvorming 6 tot 12 maanden nodig hebben om te komen tot voldoende volume aan toelaatbare hypotheken om een dergelijke securitisatie te structureren.

Gelijke toetredingsvoorwaarden deelnemers

De NHI is alleen toegankelijk voor ondernemingen die niet in financiële moeilijkheden verkeren of waarvan geen gerede twijfel kan bestaan of zij in staat zijn de langlopende verplichtingen uit hoofde van deelname aan de NHI na te komen. Dit is ter beoordeling van het bestuur van het NHI. Het hanteren van een minimale kredietwaardigheid voorkomt dat woningfinanciers in financiële moeilijkheden ten onrechte door financiering via de NHI overeind gehouden worden. Een marktpartij zou deze instellingen immers ook niet financieren.

Daarnaast dienen woningfinanciers onder prudentieel toezicht te staan van een toezichthouder in de Europese Economische Ruimte (EER) voor banken, verzekeringsinstellingen of pensioenfondsen. Prudentieel toezicht is noodzakelijk als waarborg tegen een faillissement van een woningfinancier.

[35] Daarbij zijn de financieringskosten die middels financiering via de NHI gerealiseerd kunnen worden, nog onzeker. Ook lopen woningfinanciers een marktrisico, aangezien de uiteindelijke financieringskosten via de NHI niet conform de verwachting hoeven uit te pakken, terwijl met de klant al wel contractueel een hypotheekrente is overeengekomen. Het grootste deel van dit risico (de risicovrije rente) kan echter afgedekt worden middels derivaten. Het resterende risico (de opslag bovenop de risicovrije rente) wordt relatief voorspelbaar geacht gegeven de staat-gerelateerde eigenschappen van de financiering. Deze onzekerheid is gelijk voor zowel bestaande als potentieel toetredende partijen.

Ten slotte moeten deelnemende partijen zelf hypotheken verstrekken om gebruik te mogen maken van de NHI. Deze directe koppeling zorgt ervoor dat het financieringsvoordeel terecht komt bij de consument.

Mocht de woningfinancier zelf niet aan deze voorwaarden voldoen, dan kan de woningfinancier ook deelnemen als deze een garantie krijgt van een groepsmaatschappij die wel voldoet. Deze garantie dient betrekking te hebben op alle verplichtingen die voortvloeien uit deelname aan de NHI (met name de verplichting tot terugkoop van RMBS'en onder bepaalde omstandigheden).

Bovenstaande toetredingsvoorwaarden zijn getoetst door een onafhankelijke juridische deskundige en gelet op het doel van de NHI objectief, proportioneel en transparant bevonden. De beoogde deelnemingseisen worden daarmee in overeenstemming bevonden met de mededingingsregels en de Europese regels inzake het vrij verkeer van goederen en diensten

6.1.2. Het potentieel bruikbare NHG-volume

In Cie. AFW (2013) is aangegeven dat met het oog op liquiditeit naar een minimaal volume van de NHI wordt gestreefd van €50 mrd, op te bouwen in een periode van vijf jaar. Berekend is in hoeverre deze ambitie haalbaar blijft gegeven het feit dat niet alle NHG-hypotheken via de NHI gefinancierd kunnen worden vanuit het perspectief van de nationale en Europese mededingingswetgeving. De analyse betreft een industrie-analyse op basis van schattingen die zijn gebaseerd op cijfermateriaal uit de NHG jaarverslagen, verrijkt met vertrouwelijke data van Hypoport[36] (zie appendix A6.1 voor uitgebreidere toelichting op de berekeningen). Op basis van deze analyse lijkt het mogelijk om in vijf jaar tijd een NHO-volume van ongeveer € 25 mrd op te bouwen en over een langere periode van ongeveer acht jaar behoort €50 mrd tot de mogelijkheden, afhankelijk van de additionele volumes die gegenereerd kunnen worden door nieuwe toetreders.

6.2. Overige mededingingsaspecten vanuit de vormgeving van de NHI

Ook buiten de gestelde eisen mag de NHI de concurrentie op de hypotheekmarkt niet verstoren. Een verwacht effect van de NHI is juist dat zij de concurrentie faciliteert door stabiele financiering te bieden en een transparant financieringsinstrument te introduceren. De volgende aspecten in de vormgeving van de NHI zijn daarbij te onderscheiden.

Herfinancieringsrisico in relatie tot kredietwaardigheid en grootte van de woningfinancier

Het herfinancieringsrisico op hypotheken is mogelijk groter voor woningfinanciers met een lage kredietwaardigheid. In tijden van crisis hebben beleggers namelijk een voorkeur voor veilige en liquide investeringen omdat ze risico's minder goed kunnen beoordelen en snel posities willen kunnen verlaten. Woningfinanciers met een lagere kredietwaardigheid vormen dan een minder aantrekkelijke belegging. Hier wordt rekening mee gehouden door een risicogedifferentieerde premie te vragen op basis van verschillende ratings. NHI-funding is dus ook duurder voor partijen met een lagere rating. Het doel van de NHI is immers niet om partijen met een lagere kredietwaar-

[36] De analyse middels de data van Hypoport is gedaan op de hypotheekportefeuilles van ABN, ING, Rabobank en SNS, wat 51% van de totale uitstaande NHG hypotheken behelst.

digheid te bevoordelen ten opzichte van partijen met een hogere kredietwaardigheid: dat zou verstoring van de marktprikkels betekenen.

Risicopremie

De NHI maakt zoals gezegd gebruik van gedifferentieerde premies (zie voor gedetailleerde uitwerking en toelichting paragraaf 7.4). Dit herstelt deels de gezonde marktprikkel doordat woningfinanciers die via andere funding-kanalen geld ophalen ook een gunstiger behandeling van de markt treffen als hun kredietwaardigheid hoger is. Een uniforme premiestelling voor de staatsgarantie zou deze gezonde marktprikkel geheel wegnemen. Een woningfinancier met een lagere kredietwaardigheid zou dan een relatief groter voordeel kunnen behalen via de NHI dan een woningfinancier met een hogere kredietwaardigheid.

Schaalvoordelen en transparantie

De NHI creëert schaalvoordelen voor woningfinanciers door meerdere RMBS'en te bundelen. Zo kunnen NHO's naar verwachting als meer liquide instrument in de markt geplaats worden dan de individuele RMBS'en waaruit deze worden gestructureerd. De NHO's zelf worden ook aantrekkelijker naarmate de uitgegeven volumes toenemen. NHO's worden dusdanig vormgegeven dat deze obligaties makkelijk te verhandelen zijn en het risico meteen duidelijk is voor de belegger (zie paragraaf 5.2). Met name kleine woningfinanciers kunnen bijna onmogelijk soortgelijke schaalvoordelen behalen en hebben in dit opzicht een relatief groot voordeel van de NHI.

NHO uitgiftes hebben een minimale omvang nodig om uit de kosten te komen en dit kan per uitgifte bereikt worden door de beschikbare RMBS'en van verschillende woningfinanciers te bundelen. Daarnaast geldt dat NHO series een gunstiger behandeling van investeerders krijgen naarmate ze een grotere omvang hebben. Gestreefd wordt naar op termijn een uitstaand volume per NHO serie van ten minste €3 mrd (zie paragraaf 5.2.5).

Op het moment dat een NHO wordt uitgegeven moeten woningfinanciers in staat zijn om hypotheken te bundelen in een RMBS. Omdat het opzetten van een RMBS vaste kosten met zich meebrengt kennen kleine RMBS'en een zwaardere kostenbelading.

Voor de kleinere woningfinancier geldt dat deze het nadeel van de minimaal vereiste schaalgrootte ook heeft zonder de NHI: ook in dat geval kan het niet winstgevend zijn om een RMBS te structureren doordat de vaste kosten niet opwegen tegen de financieringsvoordelen. Doordat de NHI schaalvoordelen en een grotere liquiditeit mogelijk maakt, kan de barrière om te securitiseren voor deze partijen juist worden verkleind. Deze partijen hebben immers relatief meer voordeel van de grotere liquiditeit in vergelijking met grotere partijen, terwijl de vaste kosten van het opzetten van de RMBS gelijk blijven.

Tot de benodigde omvang om een RMBS te kunnen structureren is bereikt, kunnen NHG-hypotheken niet direct gefinancierd worden door de NHI. Woningfinanciers moeten in deze periode de hypotheek anders financieren. Indien nodig kan de NHI kleinere NHO uitgiftes doen om de uitgiftefrequentie op peil te houden. Omdat alleen nieuw verstrekte hypotheken en hypotheken met een renteherziening op ten minste een leningdeel via de NHI gefinancierd mogen worden, moeten

zowel bestaande als nieuwe partijen eerst een hypotheekportefeuille opbouwen en voorfinancieren (warehousing). Partijen worden hier dus gelijk behandeld.

Vormgeving NHO's
De couponfrequentie van de NHO's wordt in beginsel gesteld op jaarlijks (in de markt gangbaar), wat als randvoorwaarde wenselijk is om een voldoende liquide product te creëren (paragraaf 5.2.2). Inkomsten die maandelijks binnenkomen moeten woningfinanciers opzij zetten in de RMBS. Woningfinanciers met een ontoereikende rating mogen deze middelen niet uitzetten op interne bankrekeningen. Hierdoor wordt rendement misgelopen waardoor ze mogelijk een voorkeur hebben voor een hogere couponfrequentie. Daar staat tegenover dat het papier van partijen met een lagere rating over het algemeen minder liquide is en deze partijen dus relatief meer voordeel hebben van de schaalvergroting die de NHI met zich meebrengt.

6.3. Kaders ter voorkoming kwalificatie als staatssteun

Om de randvoorwaarde met betrekking tot staatssteun te borgen is informeel overleg gevoerd met de Europese Commissie. De technische en veelal complexe aspecten van dit vraagstuk zijn uitputtend onderzocht en besproken. Op basis van dit informeel overleg is de EC tot een voorlopige beoordeling gekomen. Hieruit volgt dat er sprake is van staatssteun als deelname aan de NHI leidt tot financieringsvoordelen ten opzichte van de bestaande mix van alle wholesale financiering[37].

Om staatssteun te voorkomen dient het financieringsvoordeel dat woningfinanciers behalen indien zij zich financieren met de NHI in plaats van met alternatieve financieringsinstrumenten aan de consument te worden doorgegeven. Dit heeft geleid tot de volgende kaders:

1. De NHI moet non-discretionair worden vormgegeven en beperkt zijn tot enkel nieuw verstrekte NHG-hypotheken alsmede bestaande NHG-hypotheken waarvan de rentevaste periode vervalt;
2. Het financieringsvoordeel dat behaald kan worden dient berekend te worden door de kosten van NHI financiering te vergelijken met een benchmark bestaande uit de gewogen gemiddelde kosten van alle uitgegeven wholesale financiering van de betreffende woningfinancier;
3. Het aan de consument doorgeven van het behaalde financieringsvoordeel dient periodiek gecontroleerd te worden;
4. Als uit de controle zoals genoemd onder 3. blijkt dat een woningfinancier te weinig financieringsvoordeel heeft doorgegeven dan dient een claw-back mechanisme (inclusief boete) in werking te treden.

Punt 1 is ook in lijn met de visie die eerder door de Autoriteit Consument en Markt is gepubliceerd[38] en heeft als uitgangspunt gegolden voor het Inrichtings- en Realisatieplan De borging van dit aspect is reeds besproken in paragrafen 6.1 en 6.2.

[37] Wholesale financiering bestaat uit (eventueel) door de woningfinancier uitgegeven senior ongedekte obligatieleningen, gedekte obligaties (covered bonds, CB) en zelfstandige securitisaties (RMBS).
[38] ACM (2013), "Visie op de Nationale Hypotheek Instelling", 5 december 2013

6.3.1. Benchmark voor vergelijking voordeel

Het NHI financieringsvoordeel dient te worden bepaald door de NHI financiering te vergelijken met de door de EC aangewezen benchmark die uitgaat van de gewogen gemiddelde kosten van wholesale financiering per woningfinancier[39]. Dit zijn senior ongedekte obligatieleningen, gedekte obligaties (covered bonds, CB) en/of zelfstandige securitisaties (RMBS). Dit heeft invloed op de kosten voor de woningfinancier van NHI financiering in vergelijking met andere financieringsbronnen. In hoofdstuk 6.4 wordt hier verder op ingegaan.

6.3.2. Berekenen voordeel en controle op doorgifte

Het NHI financieringsvoordeel wordt doorgegeven aan klanten die een nieuwe NHG hypotheek afsluiten en klanten met een NHG hypotheek die een renteherziening hebben. Om dit voordeel te kunnen observeren wordt dit voordeel slechts aan de consument doorgegeven binnen één of een beperkt aantal rentevast perioden. Het staat de woningfinancier vrij zelf een keuze te maken aan welke rentevast periode(s) het voordeel wordt doorgegeven. Andere rentevast perioden vormen een referentie portefeuille. Aan de hand van deze referentie portefeuille vind een controle op de doorgifte plaats. In Box 6.2 wordt de het controleproces in meer detail toegelicht.

Het orgaan dat binnen de woningfinancier verantwoordelijk is voor het vaststellen van de rentetarieven bepaalt hoeveel de rente in dit segment zal dalen. De rentetarieven in dit segment worden verlaagd voor een bepaalde periode, totdat het totale bedrag is doorgegeven dat aan voordeel uit NHI financiering is gehaald. Deze periode duurt maximaal 6 maanden[40].

Het is de taak van de NHI om de controle uit te voeren en te beoordelen of de woningfinancier voldoende voordeel heeft doorgegeven. De NHI maakt hiervoor gebruik van een extern accountskantoor om haar middels een agreed upon procedures (AUP) onderzoek te ondersteunen in het controleren van deze doorgiftes. Woningfinanciers zullen bij hun eerste deelname altijd aan een AUP worden onderworpen, daarna per toerbeurt. De kosten voor de controle komen ten laste van de woningfinancier en tellen zodoende mee als onderdeel van de totale kosten voor NHI financiering in het bepalen van het NHI financieringsvoordeel.

De methode voor de controle van de doorgifte van het financieringsvoordeel wordt in Box 6.2 toegelicht.

Box 6.2. Methode voor controle doorgifte financieringsvoordeel

De controle is gebaseerd op een vergelijking van de rentes in het segment waaraan het NHI financieringsvoordeel wordt toegekend en het segment met referentierentes. De controle vindt plaats middels twee vergelijkingen:

1. Rentes op daadwerkelijke productie;
2. Gepubliceerde rentetarieven door de woningfinancier.

Eerste vergelijking: rentes van daadwerkelijke productie.

De verschillen tussen de daadwerkelijke rente in het segment van doorgifte en de daadwerkelijke rentes in het referentie segment (“delta’s”) worden bijgehouden gedurende 3 perioden:

1. 1 maand voorafgaande aan de doorgifte (t-1 in figuur 6.2);

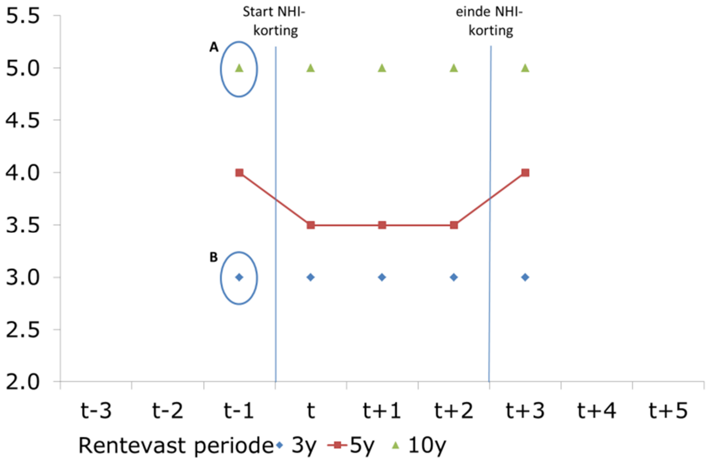
[39] Voor de volledigheid: met de woningfinancier wordt niet de specifieke entiteit bedoelt die hypotheken uitgeeft, maar de totale instelling of groep waartoe deze entiteit behoort.

[40] Voor kleinere woningfinanciers kan deze periode worden verlengd tot 12 maanden

2. Tijdens de doorgifte (t; t+2 in figuur 6.2);
3. 1 maand na afloop van de doorgifte (t+3 in figuur 6.2).

In periode 2 dient de delta ten op van periode 1 en 3 te zijn veranderd. Deze verandering dient tenminste de grootte te zijn van het door de woningfinancier vastgestelde kortingspercentage waarmee het NHI financieringsvoordeel wordt doorgegeven.

Figuur 6.2: Doorgifte NHI financieringsvoordeel



Figuur 6.2 geeft dit schematisch weer. In deze figuur wordt het NHI financieringsvoordeel doorgegeven aan alle klanten die een rentevast periode van 5 jaar kiezen (rode lijn). Deze tarieven worden voor een periode van 3 maanden verlaagd. Hypotheken met een rentevast periode van 3 jaar (blauwe ruit) en 10 jaar (groene driehoek) fungeren als referentie portefeuilles. In figuur 6.2 is de delta duidelijk waarneembaar tussen t en t+2 een korting is verstrekt. Waar de tarieven in de referentie portefeuilles van 3 jaar en 10 jaar rentevast perioden gelijk blijven, is in het 5 jaar segment (het segment met korting) een duidelijke daling van de tarieven waarneembaar.

Tweede vergelijking: gepubliceerde rentetarieven door de woningfinancier.
Elke woningfinancier is verplicht op elk moment, per rentevast periode, haar geldende NHG hypotheektarieven te publiceren. Ook voor deze tarieven worden de verschillen vergeleken tussen de rentevast periode(n) waaraan het voordeel wordt doorgegeven en de referentie portefeuilles. Dit zal zowel gebeuren in de periode van doorgifte, als ook een periode van 6 maanden voorafgaand aan de doorgifte. Ook in deze tarieven moeten dezelfde patronen waarneembaar zijn die hierboven zijn beschreven.

Eisen aan de referentie portefeuille
Om voordoende overeenkomst te waarborgen tussen de portefeuille waaraan het voordeel wordt doorgegeven en de referentieportefeuilles, worden de volgende eisen gesteld aan de referentie portefeuille in de maand voordat de doorgifte begint:

- Het moet een NHG portefeuille met een of meer rentevast perioden betreffen.
- De totale referentieportefeuille is vergelijkbaar in grootte met de portefeuille waaraan het voordeel doorgegeven gaat worden.
- De referentieportefeuilles bevatten alleen productie van labels waarin actief nieuwe hypotheken verkocht worden.

6.3.3 Claw-back

Indien uit de controle blijkt dat een woningfinancier niet het volledige voordeel heeft doorgegeven krijgt zij de mogelijkheid dit alsnog te doen. Geeft de woningfinancier daar geen gehoor aan, dan zal de NHI een claw-back procedure in werking zetten. Deze procedure houdt in dat:

- De woningfinancier wordt uitgesloten van toekomstige deelname aan NHI.
- De woningfinancier betaalt het deel van het verkregen financieringsvoordeel terug dat niet aan klanten is doorgegeven.
- De woningfinancier betaalt een boeterente (ECB rate+3%) op dat bedrag voor de periode waarin dit bedrag in haar bezit is geweest.

6.4. Aantrekkelijkheid van financiering via de NHI voor de woningfinancier

Het is zonder meer de verwachting dat de NHI een stabiliserende werking zal hebben in onverhoopte tijden van toekomstige financiële stress. Het is evenzeer van belang om te beseffen dat de NHI daarmee geen heilige graal vormt; het gebruik van de NHI heeft naast voordelen ook een prijskaartje en kan de woningfinancier beperken in zijn verdere financieringskeuzes. Deze keerzijde wordt hieronder nader toegelicht.

Doorgaans hebben woningfinanciers mogelijkheden om hypotheekverstrekking te financieren via het aantrekken van spaargelden, ontvangen verzekeringspremies, senior ongedekte obligatieleningen, gedekte obligaties (covered bonds, CB) en zelfstandige securitisaties (RMBS). De relatieve aantrekkelijkheid van verschillende financieringsbronnen wordt hoofdzakelijk bepaald door de kosten (6.4.1) en de beklemming van activa[41] die er mee gepaard gaat (6.4.2).

6.4.1. Kosten van financiering

Een woningfinancier is gebaat bij zo voordelig mogelijke financiering om op die manier een goede concurrentiepositie te krijgen in de hypotheekmarkt. Daarentegen speelt ook mee dat een woningfinancier, vanuit een prudent oogpunt, zijn financieringsbronnen zoveel mogelijk wil spreiden.

Indien de kosten voor financiering via de NHI vergelijkbaar of hoger liggen dan de genoemde alternatieven, dan zal een woningfinancier minder of niet geneigd zijn de NHI te gebruiken. De kosten voor een woningfinancier bij financiering via de NHI bestaan uit:

1. de rente op de NHO's;
2. de premie voor de staatsgarantie op de NHO's;
3. de statiegeld-premie;
4. de verdeling van operationele kosten van de NHI;
5. de kosten met betrekking tot en de controle van de juiste doorgifte van het NHI voordeel;
6. de kosten om de aan de NHI aan te bieden onderliggende RMBS'en te structureren.
7. mogelijke overige kosten die de woningfinancier heeft om deel te kunnen nemen aan de NHI en/of doorbelast krijgt.

Het uitgangspunt om financieringsvoordelen door te geven aan de consument is bij de uitwerking van de NHI breed omarmd. Het doorgeven van potentieel financieringsvoordeel zou afgezet tegen alternatieve vergelijkbare financieringsinstrumenten neutraal moeten uitpakken in de kosten afweging. Hieronder wordt geschetst waarom dit in de huidige context niet het geval is.

[41] Met activabeklemming wordt geduid op de mate dat er extra zekerheden in de vorm van verpanding moeten worden verstrekt voor een financiering. Indien de hoofdsom van de verpande leningen groter is dan hoofdsom van de lening is er sprake van activabeklemming.

Om het financieringsvoordeel van een alternatief financieringsinstrument zoals de NHI te bepalen, zou de prijs van dit instrument vergeleken moeten worden met de gewogen gemiddelde prijs van de meest vergelijkbare alternatieve financieringsinstrumenten van de betreffende woningfinancier. Omdat de financiering van een bankbalans een complexe aangelegenheid is en bovendien verandert in de tijd, zal het vormgeven van een theoretische benchmark in de praktijk kunnen leiden tot afwijkingen van het werkelijke financieringsvoordeel.

Voor deze benchmark is uitgegaan van covered bonds en RMBS aangezien deze financieringsinstrumenten de meest vergelijkbare alternatieven voor NHI-financiering zijn in termen van de problematiek van activa beklemming. De EC acht het echter onwaarschijnlijk dat hypotheken te allen tijde uitsluitend worden gefinancierd met covered bonds en RMBS en wil het onbedoeld ontstaan van staatssteun uitsluiten. Daarom heeft de EC wholesale financiering als benchmark aangewezen. Toepassing van deze theoretische benchmark (welke naast beklemde wholesale financiering via CB en RMBS ook senior ongedekte obligaties bevat) leidt er in de praktijk echter toe dat woningfinanciers feitelijk meer voordeel moeten doorgeven dan ze aan lagere financieringskosten hebben genoten door financiering met de NHI. De woningfinanciers wegen bij de keuze voor de wijze van financiering namelijk de kosten van deelname aan de NHI af tegen de meest vergelijkbare alternatieven voor financiering (zoals covered bonds en RMBS, welke ook de problematiek van activa beklemming kennen)[42] en niet tegen de kosten van totale uitgegeven wholesale financiering (welke naast beklemde activa ook senior ongedekte obligaties met doorgaans hogere financieringskosten bevat).

Bovengenoemde implicaties van de kaders van de voorlopige beoordeling van de Europese Commissie zijn door de woningfinanciers afgewogen tegen de beschikbaarheid van een stabiel financieringskanaal in tijden van crisis. In deze afweging hebben de additionele kosten die gepaard gaan met het hanteren van een benchmark gebaseerd op wholesale financiering, gegeven de reeds beschikbare alternatieve financieringsmogelijkheden voor woningfinanciers, de doorslag gegeven.

6.4.2. Beklemming van activa

In de afweging welke financiering een woningfinancier aantrekt, is naast de kosten van de financiering van belang in welke mate de activa van de woningfinancier (waaronder hypotheken) beklemd worden als gevolg van de financiering. Bij financiering met spaarmiddelen en senior unsecured obligaties hoeven geen hypotheken te worden verkocht of verpand aan derden (i.e. dan vindt geen activabeklemming plaats). Bij RMBS'en, covered bonds en gebruik van de NHI zullen er wel hypotheken worden beklemd. De mate van beklemming is een kritisch punt voor het volume aan financiering dat een woningfinancier kan aantrekken via de NHI. Voor alle vormen van financiering met beklemming van activa zijn er grenzen aan de beschikbaarheid van activa. Tevens is het een belangrijk aandachtspunt voor de prudentiële toezichthouder. Indien er veel activa beklemd zijn, dan zullen bij een mogelijk faillissement van de woningfinancier weinig activa over zijn voor de schuldeisers die geen zekerheden hebben gekregen van de woningfinancier (bijvoorbeeld spaarders). Daarbij is de hoeveelheid beklemming zeer belangrijk. Bij financiering via securitisaties zal typisch

[42] Hierin nemen woningfinanciers ook factoren mee zoals financieringskosten, verstrekte waarborgen, en beklemming van activa.

105% van de activa beklemd zijn voor elke euro aan financiering die wordt aangetrokken. Bij financiering via covered bonds is deze verhouding al snel 120% voor elke euro aan financiering.

Gegeven de randvoorwaarde dat er geen materiële verhoging van het risico-exposure van de Staat mag optreden, zal de beklemming bij financiering via de NHI in ieder geval hoger liggen dan bij financiering via zelfstandig geplaatste RMBS'en, aangezien de Staat ook conditioneel marktrisico's overneemt door de verstrekte garantie van tijdige betaling op de NHO's aan externe investeerders. Dit wordt nader gekwantificeerd in paragraaf 7.3 van dit IRP. Vanuit het oogpunt te kunnen komen tot voldoende volume in de NHI is de inschatting van woningfinanciers dat ongeveer 5% additionele beklemming boven het niveau van beklemming in RMBS'en het maximum is. Bij een beklemming die op het niveau ligt van covered bonds zal het volume van NHO uitgiftes op dit moment zeer laag liggen.[43] Dit wordt verklaard door de huidige marktomstandigheden waar de verwachte financieringskosten voor de NHO's voor veel woningfinanciers hoger of hooguit slechts iets lager liggen dan de financieringskosten door middel van covered bonds. Verder hebben enkele woningfinanciers te maken met financieringsbeperkingen vanwege de hoeveelheid vereiste beklemming.

Dit alles neemt evenwel niet weg dat de NHI hogere eisen kan stellen aan de omvang van het onderpand, afhankelijk van het heersende renteklimaat. Zie paragraaf 7.3 voor een uitgebreide analyse van de extra onderpandseis onder verschillende renteklimaten.

Box 6.2. Mogelijke impact NHI op het hypotheekproduct

Mogelijke impact op de markt en het hypotheekproduct

De oprichting van de NHI kan onder meer de vraag oproepen wat dit betekent voor het hypotheekproduct dat in de markt wordt aangeboden. De indruk kan ontstaan dat het financieringskanaal via de NHI een separaat hypotheekmarktsegment met NHI-gefinancierde NHG-hypotheken creëert.

Dit is een vraag die in het IRP niet centraal staat. De indruk van de projectgroep NHI is evenwel dat het bestaande hypotheekproduct 'NHG-hypotheek' wordt gebruikt als bouwsteen voor een securitisatie die via de NHI gefinancierd kan worden. De criteria die gesteld worden voor toelating tot de NHI gelden voor de RMBS'en die met de NHG-hypotheken worden gestructureerd, niet voor de onderliggende NHG-hypotheken. Dit is niet anders dan voor momenteel reeds in de markt aanwezige securitisaties met NHG-hypotheken.

Ook moet worden gerealiseerd dat het gebruik van de NHI natuurlijke begrenzingen kent. Enerzijds volgt dit uit het gegeven dat ongeveer de helft van de NHG markt wordt bediend door spelers die geen alternatieve financiering nodig hebben (namelijk de verzekeraars die hun eigen middelen in NHG-hypotheken beleggen). Anderzijds geldt dat bancaire woningfinanciers niet ongelimiteerd activa kunnen beklemmen, waar activabeklemming voor financiering via de NHI wel een vereiste is.

Al met al is de inschatting dat de NHI de komende vijf jaar tot €25 miljard aan NHG-hypotheken zou kunnen financieren. Dat is een flink deel van het momenteel uitstaande NHG-volume (eind 2013

[43] Bij financiering via covered bonds is de beklemming zeer hoog, aangezien daar door kredietbeoordelaars geen mitigerende maatregelen worden meegenomen en de aanname is dat de onderliggende hypotheken tegen elke prijs verkocht moeten kunnen worden.

ruim €176 miljard), maar laat het overgrote deel van de NHG-markt anderszins financieren. En het verandert ook niets aan de relatief gunstige uitgangspositie die verzekeraars nu al in de hypotheekmarkt hebben.

Mogelijke impact op de NHG

Soortgelijke vragen kan de oprichting van de NHI oproepen met betrekking tot de informatievoorziening en bewegingsvrijheid van de NHG. De indruk kan ontstaan dat het financieringskanaal via de NHI een extra informatiebehoefte van de uiteindelijke investeerders in de NHO's kan opwekken. Ook kan men eventueel vrezen voor een beperking van de bewegingsvrijheid van de NHG, vanuit de gedachte dat de hypotheken die zij garandeert de voeding van de NHI vormen.

Ook hier betreft het vragen die in het IRP niet centraal hebben gestaan. Het uitgangspunt van de projectgroep NHI is namelijk steeds geweest dat de NHG de partij is en blijft die een garantie verstrekt en dat doet vanuit het doel dat zij dient. De NHI is slechts een instrument om hypotheken met die garantie te bundelen en middels aantrekkelijker voorwaarden dan de –reeds bestaande– RMBS'en in de markt te zetten.

De afhankelijkheid ziet de projectgroep voornamelijk bij de NHI van de NHG dan andersom; immers een beperking in het bereik van de NHG garantie vermindert het potentiele volume aan NHO's dat hierop te baseren is. Als de NHG wordt aangepast zal hier rekening mee moeten worden gehouden door de NHI en de RMBS transacties. Bijvoorbeeld het 10% eigen risico zorgt er nu al voor dat er verschillende criteria zijn voor pre en post januari 2014. Dat geeft aan dat de NHI nog genoeg vrijheidsgraden laat voor het WEW om haar eigen koers te bepalen.

Voor wat betreft de informatie die vanuit de structurering van tot de NHI toelaatbare RMBS'en bij de NHG kan worden opgevraagd is de verwachting dat er geen andere informatie bij het WEW zal worden opgevraagd dan datgene wat momenteel ten behoeve van securitisaties al van toepassing is. De vorm en frequentie van dergelijke informatieverzoeken zal in de oprichtingsfase in overleg met het WEW worden besproken. De impact op het WEW zou dus beperkt moeten zijn en voornamelijk zitten in meer verzoeken op een bepaalde datum, namelijk geconcentreerd voorafgaand aan NHO-uitgiftes.

6.5. Factoren die het voordeel van NHI financiering beïnvloeden

De financieringskosten van woningfinanciers door middel van de NHI zijn naar verwachting vergelijkbaar of iets hoger dan de kosten van covered bonds indien we de in paragraaf 6.4.1 besproken invloed van de benchmark voor voordeeldoorgifte buiten beschouwing laten (deze invloed wordt aan het einde van deze paragraaf besproken). De omvang van dit voordeel en de termijn waarop het zich (volledig) kan manifesteren, hangt af van verschillende factoren welke verder hieronder worden uitgewerkt (grotendeels gebaseerd op Cie. AFW, 2013):

- Groei van de NHI;
- Operationele kosten van de NHI;
- Marktomstandigheden;
- Marktdynamiek;

- Spreiding van voordeel over nieuw uitgegeven hypotheken;
- Risicopremie en –mitigerende maatregelen;
- Kredietwaardigheid van de Nederlandse Staat.

6.5.1. Groei van de NHI

De groei van de NHI en de structurering van de NHO's zal een belangrijke factor zijn in de aantrekkelijkheid van deze obligaties voor investeerders. Wanneer in een relatief korte termijn een aanzienlijke omvang bereikt kan worden van NHO's (met spreiding over verschillende looptijden en zoveel mogelijk aansluiting bij de karakteristieken van Nederlandse staatsobligaties) kan het uiteindelijke voordeel voor de klant positief worden beïnvloed.

6.5.2. Operationele kosten van de NHI

Het te behalen financieringsvoordeel zal afhangen van de hoeveelheid operationele kosten die binnen de NHI worden gemaakt. Hierbij is het relevant in hoeverre de NHI kan groeien over tijd, aangezien bij een groot volume de operationele kosten (deels) kunnen worden uitgesmeerd over een groter volume uitstaande NHO's (zie ook paragraaf 8.4.2).

6.5.3. Marktomstandigheden

In situaties van stress zal het financieringsvoordeel (en daarmee het voordeel voor de klant) het grootst zijn, nog los van het feit dat financiering via de NHI dan überhaupt beschikbaar is, mogelijk in tegenstelling tot andere bronnen. In tijden van overliquiditeit zal het voordeel daarentegen (het meest) beperkt zijn en is het zelfs mogelijk dat het financieringsvoordeel negatief wordt. De NHI werkt dus anticyclisch en daarmee stabiliserend.

6.5.4. Marktdynamiek

De NHI kan nieuwe spelers faciliteren door een stabiele en zekere financieringsmogelijkheid te bieden. Momenteel ontbreekt het in Nederland aan een dergelijke faciliteit, mede waardoor toetreding in beperkte mate voorkomt. Nieuwe toetreders kunnen bepalend zijn voor het te behalen rentevoordeel voor klanten, omdat deze partijen van begin af aan woningfinanciering kunnen aanbieden tegen prijzen die zijn afgeleid van de marginale financieringskosten.

6.5.5. Spreiding van voordeel over nieuw uitgegeven hypotheken

De verhouding tussen de hoeveelheid hypotheken gefinancierd door de NHI ten opzichte van reeds bestaande hypotheken, in relatie tot renteherzieningen van de bestaande hypotheken bepaalt de mate waarin de tarieven voor klanten kunnen dalen. Dit komt omdat slechts een deel van de NHG-hypotheken via de NHI gefinancierd kunnen worden (vanwege onder andere activabeklemmingen en mededingingsvereisten). Overige NHG-hypotheken worden daarentegen gefinancierd via de bestaande financieringsmix van woningfinanciers, die naar waarschijnlijkheid veelal duurder wordt geacht dan financiering via de NHI. Omdat in de tariefstelling voor de consument op de renteherzieningsdatum geen onderscheid mag worden gemaakt tussen nieuwe en bestaande hypotheken, zal het te behalen financieringsvoordeel gelijk over alle NHG-hypotheken moeten worden verdeeld. Daardoor treedt verwatering op van het rentevoordeel. Deze verwatering is mogelijk groter bij bestaande woningfinanciers die reeds bestaande financieringsprogramma's hebben maar ook toetreders zouden niet alleen afhankelijk mogen zijn van de NHI voor de financiering.

6.5.6. Risicopremie en –mitigerende maatregelen

De risico's voor de Staat zijn te beperken door het treffen van mitigerende maatregelen. Het resterend risico is af te dekken door een door de Staat te ontvangen markconforme risicopremie. De in rekening te brengen premie gaat direct ten koste van het te behalen financieringsvoordeel (en daarmee het voordeel voor de klant) en mitigerende maatregelen kunnen indirect (de groei van) het volume van de NHO's beperken (zie ook paragraaf 6.3.2).

6.5.7. Kredietwaardigheid van de Nederlandse Staat

Indien de kredietwaardigheid van de Nederlandse Staat daalt, zal het relatief te behalen financieringsvoordeel middels de NHI (en daarmee het voordeel voor de klant) mogelijk afnemen[44].

[44] In geval van significante afwaardering van obligaties zonder onderpand (waartoe ook staatspapier gerekend kan worden), zullen obligaties met onderpand (bijvoorbeeld Covered Bonds en RMBS) van de woningfinancier mogelijk minder vatbaar zijn voor deze negatieve ontwikkeling.

7. Risicoweging en premiestelling

In dit hoofdstuk treft u een overzicht van de activiteiten van de NHI, de risico's die daarmee samenhangen en de verdeling van deze risico's in verschillende situaties. Vervolgens worden de belangrijkste risico's –te weten het rente- en herfinancieringsrisico, het kasrisico en de overige operationele risico's– nader uitgediept. Steeds wordt beschreven wat het risico behelst, wat de risicotolerantie is en welke mitigerende maatregelen (waaronder de kapitalisatie van de NHI) voorhanden zijn. Waar eventueel wordt teruggevallen op de Staat, wordt een marktconforme premie vorm gegeven (zie voor appendix A3.1 voor een uitvoerige risicoanalyse vanuit het perspectief van de Staat).

7.1. Het beleggen van taken, risico's en verantwoordelijkheden

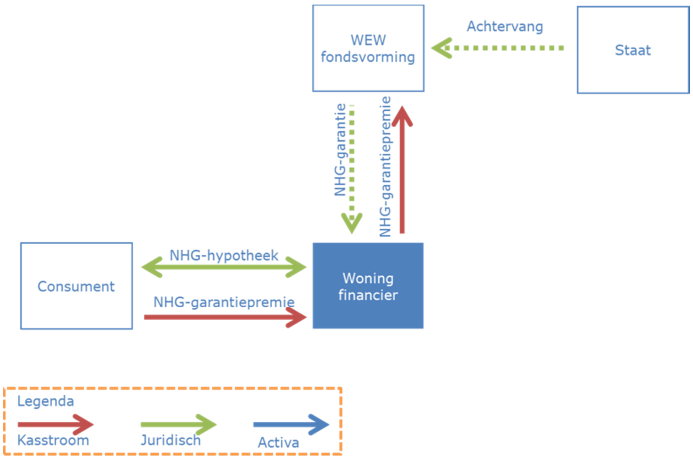
De NHI kent een compacte en scherp omlijnde taakomschrijving. Zoals figuur 7.2 grafisch weergeeft koopt ze de meest veilige delen (senior tranches met de hoogst te bereiken rating in Nederland) van gesecuritiseerde NHG-hypotheekleningen (RMBS'en), die voldoen aan de door de NHI opgelegde criteria (zie paragraaf 5.1). Ze financiert deze aankopen met de uitgifte van NHO's welke een expliciete Staatsgarantie op coupon en hoofdsom genieten. Deze expliciete Staatsgarantie op de NHO's is feitelijk een herverpakking van de reeds bestaande, maar indirecte Staatsgarantie op het kredietrisico van de NHG-hypotheken via de achterborgstelling van de Stichting Waarborgfonds Eigen Woningen (WEW, zie figuur 7.1). Naast de expliciete Staatsgarantie hebben de NHO's meer marktconforme karakteristieken dan de onderliggende RMBS (te weten een jaarlijks vaste coupon, een eenmalige aflossing aan het einde van de looptijd en de kredietwaardigheid van de Nederlandse Staat) en kan de NHI een groter volume aan NHO's opbouwen dan de individuele woningfinanciers (wat gunstig is voor de liquiditeit van de NHO's).[45]

De activiteiten van de NHI zijn onderhevig aan drie belangrijke risico's. Ten eerste kennen de verstrekte hypotheken kredietrisico; de klanten van de woningfinancier kunnen op enig moment in gebreke blijven onder het hypotheekcontract. Ten tweede is er sprake van rente- en herfinancieringsrisico (asset-liability management of ALM-risico) doordat de onderliggende hypotheken andere rentevoeten en looptijden hebben dan de RMBS waar de woningfinancier zich mee financiert en daarmee de NHO's die de NHI uitgeeft. Ten derde is er operationeel risico; technische problemen en/of menselijke fouten kunnen onderbrekingen van de betaalstromen veroorzaken, waardoor tijdelijk kastekorten kunnen optreden. Daarnaast kunnen operationele fouten en lacunes in de interne control processen kosten met zich meebrengen. De gekozen opzet voorziet er in dat de NHI zelf geen financiële risico's loopt en derhalve hiervoor geen financiële buffer hoeft aan te houden.

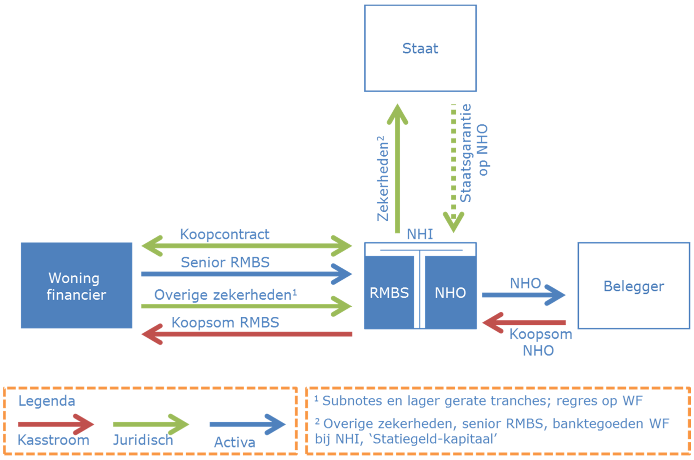
Voor wat betreft de verdeling van risico's gelden de volgende principes. Het ALM-risico is in beginsel geadresseerd binnen de RMBS structuur, maar de woningfinancier blijft hiervoor verantwoordelijk zolang de woningfinancier bestaat. Het ALM model is hiervoor leidend en moet ertoe leiden dat de samenstelling van (extra) zekerheden in de RMBS structuur en toepassing van beschikbare risico-

[45] Dit laatste is mede afhankelijk van de behandeling van de NHO's in de financiële regelgeving voor banken, verzekeraars en pensioenfondsen, zie paragraaf 5.3.

Figuur 7.1. Schematische weergave van de NHG-garantie



Figuur 7.2. Schematische weergave van de functie van de NHI[46]



mitigerende maatregelen door de NHI de risico's beheersen binnen de kaders van de risicotolerantie van de Staat. De kredietrisico's worden grotendeels afgedekt middels de NHG-garantie op de onderliggende hypotheken en worden daarbuiten in eerste instantie opgevangen door de subnote en eventuele aanvullende lager gerate tranches in de RMBS structuur (zie paragraaf 7.3.2). Na een event of default (EoD) van de woningfinancier kunnen eventueel restant vorderingen ter grootte van de verliezen, na uitwinning van de zekerheden, ter verificatie in het faillissement van de woningfinancier worden ingediend.[47] [48] Vervolgens kennen de woningfinanciers een gezamenlijke gelimiteerde aansprakelijkheid in de vorm van de extra kapitaalbuffer die via extra ingelegde premies (het zogenaamde 'statiegeld', zie paragraaf 7.3.4) wordt opgebouwd.[49] Mocht dit onvoldoende blijken om alle

---

[46] Dit is een versimpelde weergave van figuur 1 in appendix A7.5 welke leidend is.

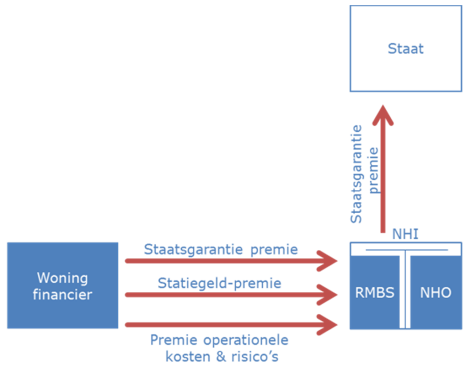
[47] Verliezen worden voor dit rapport gedefinieerd als alle verplichtingen die de NHI heeft onder de NHO, inclusief de rentelast van de NHI hierover, aangezien de NHI mogelijk eerder moet betalen onder de NHO, dan dat het regres op de woningfinancier wordt afgewikkeld.

[48] Indien alle verstrekte zekerheden zijn uitgewonnen, de desbetreffende NHO's volledig zijn voldaan voor dat deel waarvoor de betreffende woningfinancier verantwoordelijk is, en er geen verplichtingen van partijen meer resteren die moeten worden voldaan, dan zal een eventueel overschot aan desbetreffende woningfinancier worden uitgekeerd.

[49] Merk op dat de operationele buffer hier niet voor is bestemd. Deze is enkel en alleen ter dekking van de kosten van operationele risico's.

tekorten voor de NHI af te dekken, dan kan vervolgens de Staat onder de staatsgarantie worden aangesproken. De Staat is achteraan in de rij onder de staatsgarantie verantwoordelijk voor het dragen van alle resterende verliezen, na uitwinning van de zekerheden.[50] De NHI brengt voor dit conditionele restrisico dat de staatsgarantie afdekt vooraf een marktconforme premie in rekening bij de woningfinanciers welke zij afdraagt aan de Staat (zie figuur 7.3). Naar inzicht van de projectgroep is de zekerheidspositie van de Staat dermate sterk dat er geen sprake is van een materiële toename van het risico exposure van de Staat (zie ook paragraaf 7.1.1 en meer gedetailleerd appendix A7.5). De sterkte van de zekerheidspositie van de Staat zal mede onderwerp zijn van externe validatie.

Figuur 7.3. Schematische weergave van de premiebetalingen



Het operationele risico is de verantwoordelijkheid van de NHI. Zij zorgt contractueel dat alle partijen die taken uitvoeren voor de NHI –zoals woningfinanciers en paying agents– aansprakelijk kunnen worden gehouden voor de door hen veroorzaakte schade en betaling van mogelijke renteclaims / kosten van de NHI. Voor wat betreft tijdelijke kastekorten kan de NHI terugvallen op het statiegeld-kapitaal en een deel van haar operationele buffer en vervolgens op vooraf geopende, niet-gecommitteerde kredietlijnen bij banken (waaronder, maar niet beperkt tot, deelnemede woning-financiers), zie paragraaf 7.1.3. Voor wat betreft het operationele risico treft zij maatregelen om deze tot een minimum te beperken, denk aan een ISAE 3402 verklaring en goede processen (zie hoofdstuk 8). Ter afdekking van resterende risico's kan ze terugvallen op haar eigen buffervermogen. Ter dekking van de operationele kosten en risico's brengt de NHI de deelnemende woningfinanciers per RMBS eenmalig vooraf en jaarlijks een premie in rekening.

7.1.1. Risicomitigerende maatregelen en de zekerhedenstructuur

De woningfinancier betaalt aan de NHI een garantiepremie ter dekking van de meest extreme stressrisico's die de Staat loopt voor het garanderen van de betalingsverplichtingen van de NHO's. Aanvullend heeft de NHI met het statiegeld-kapitaal een kapitaalbuffer, met een gelimiteerde

---

[50] Jegens de investeerders in de NHO's is de staatsgarantie onvoorwaardelijk en voor het volledige bedrag van rente en hoofdsom. De staatsgarantie kan direct worden aangesproken nadat de betreffende NHO opeisbaar is geworden en onbetaald blijft. Echter de kans dat een beroep gedaan wordt op de staatsgarantie wordt kleiner doordat de NHI de aan de zekerhedenagent verstrekte zekerheden waarschijnlijk al voorafgaand aan het opeisbaar worden van de NHO kan uitwinnen (zie paragraaf 7.1.1).

bestemming, zijnde de dekking van (een deel van) het rente- en herfinancieringsrisico na een EoD van een woningfinancier.[51]
De NHI zal zelf van voldoende buffervermogen worden voorzien om operationele risico's te dragen.

De zekerhedenstructuur in het kader van de NHI bestaat uit twee lagen te weten:

1. zekerheden die de woningfinancier vestigt ten gunste van de NHI tot nakoming van de verplichtingen van de woningfinancier ten opzichte van de NHI onder de terugkoopovereenkomst (zie paragraaf 5.1.2) en
2. zekerheden die de NHI vestigt ten gunste van de Staat tot nakoming van de verplichtingen van de NHI ten opzichte van de Staat onder de contragarantie-overeenkomst.

Deze overeenkomsten dienen altijd onderling consistent te worden opgesteld. Appendix A7.5 geeft een uitgebreidere, juridische beschrijving van de zekerhedenstructuur.

Wanneer de woningfinancier niet aan haar verplichtingen ten opzichte van de NHI kan voldoen zal de NHI de aan haar verleende zekerheden kunnen uitwinnen. Hetzelfde geldt voor de Staat en de aan haar verleende zekerheden, wanneer de NHI niet aan haar verplichtingen ten opzichte van de Staat kan voldoen. De zekerheden worden niet rechtstreeks verstrekt aan de NHI dan wel de Staat, maar aan een zekerhedenagent. Er wordt hiervoor gebruik gemaakt van een in de financiële markten gebruikelijke parallel debt structuur. Deze zekerhedenagent is een speciaal daarvoor opgerichte entiteit, bijvoorbeeld een stichting, die ten doel heeft het houden van zekerheden ten behoeve van derden, in dit geval de NHI en de Staat.[52]

De zekerhedenagent zal in elk geval de volgende activa tot zekerheid houden voor de NHI en de Staat. Deze activa worden door de woningfinancier verpand:

- de subnotes en lager gerate tranches van de RMBS waarvan de NHI de senior tranche heeft gekocht.
- eventuele additionele AAA-tranches van de RMBS. Deze additionele tranche staat qua senioriteit onder de meest senior uitgegeven RMBS in de transactie. De omvang van deze transactie moet worden bepaald voordat de RMBS wordt gekocht door de NHI. Hiervoor zal een model worden gebruikt door de NHI dat regelmatig zal worden gekalibreerd en extern gevalideerd (zie paragraaf 7.3). De omvang van de extra zekerheid zal onder andere afhankelijk zijn van het dan geldende renteklimaat, de stress factoren die dan gebruikt worden door rating agencies voor covered bonds, de onderliggende hypotheken en de gewenste looptijden van de uit te geven NHO's.
- de rechten die de woningfinancier heeft ofwel onder de front swap (als de woningfinancier swap tegenpartij is in de RMBS) ofwel onder de back swap (als een derde partij de swap tegenpartij is in de RMBS).

[51] De NHI heeft verder een operationele buffer en werkkapitaal (bedoeld voor operationele events, respectievelijk de continuïteit). Deze behoren niet tot de zekerheden, maar zijn bestemd om de continuïteit van de NHI te waarborgen, de inkomende en uitgaande kasstromen te matchen met betrekking tot de operationele kosten van de NHI, en eventuele rentelasten te dekken van een getrokken kasfaciliteit indien en voor zover de NHI de veroorzaker is van het betreffende kastekort.
[52] Overwogen zal worden om de verpanding van de RMBS'en vorm te geven middels een financiële zekerheidsovereenkomst (FZO), dan wel middels een gewoon pandrecht.

- Daarnaast zal de zekerhedenagent het recht krijgen om de portefeuille hypotheekleningen uit een RMBS te kopen in bepaalde gevallen, waaronder na wanprestatie van de uitgevende instelling van de RMBS'en.[53]

De zekerhedenagent zal de volgende activa tot zekerheid houden voor de Staat en de verstrekker van een kasfaciliteit en rekening courant faciliteit na een EoD van een woningfinancier. Deze activa worden door de NHI verpand:

- de senior tranche van de RMBS'en.
- de rechten die de NHI heeft op de woningfinancier uit hoofde van de koopovereenkomst van de senior tranches van de RMBS'en.
- overige vermogensbestanddelen van de NHI, waaronder de bankrekeningen van de NHI waarop de betalingen ten aanzien van de coupon en hoofdsommen van de RMBS'en worden ontvangen en de bankrekeningen van de NHI waarop het statiegeldkapitaal wordt aangehouden.[54]

7.1.2. Afwikkeling event of default van een woningfinancier

Het is vanuit een operationeel oogpunt essentieel dat bij het niet nakomen van de verplichtingen van de woningfinancier onder het koop-verkoopcontract van de RMBS (event of default, of EoD) de zekerheden apart worden gemanaged, afgezonderd van de rest van de balans van de NHI (de zogenaamde compartimentering). Vanuit het oogpunt een eventueel beroep op de staatsgarantie te minimaliseren, is het van belang te realiseren dat de Staat en de NHI (via de zekerhedenagent) de controle over de zekerheden zal krijgen wanneer de woningfinancier in verzuim is onder de terugkoopovereenkomst (i.e. een EoD heeft), ongeacht of er dan ook al sprake is van een EoD onder de NHO's (of dit redelijkerwijs verwacht mag worden).

In het geval van een EoD van een woningfinancier kan de zekerhedenagent (eventueel na instructie van de NHI) een strategie opstellen voor het uitwinnen van de zekerheden, ter minimalisatie van het rente- en herfinancieringsrisico. De NHI met de Staat kan deze strategie goedkeuren waarna er tot implementatie kan worden over gegaan. Een dergelijke strategie kan omvatten dat er een nieuwe NHO wordt uitgegeven ter herfinanciering van de NHO's die geraakt worden door het EoD. In dat geval hoeft de staatsgarantie niet (direct) getrokken te worden. De (direct) te nemen acties hangen onder meer af van de oorzaak van het EoD en het moment in de cyclus van de betreffende NHO's (bijvoorbeeld een EoD vlak voor de aflossing van een NHO zal een andere tijdslijn en strategie vragen dan wanneer de aflossing van de NHO verder weg is).

De combinatie van zowel een pandrecht op de RMBS'en, als het contractueel recht tot koop van de hypothecaire vorderingen uit een RMBS biedt de optie de RMBS'en of de onderliggende hypothecaire vorderingen te verkopen of zelf de kasstromen te blijven ontvangen (uitponding). De

[53] Indien deze koopoptie wordt uitgeoefend, zal de koopsom voldaan worden door verrekening van de verplichtingen van de uitgevende instelling van de betreffende RMBS, waarbij senior crediteuren in ieder geval zullen moeten worden voldaan.

[54] De NHI heeft verder een operationele buffer en werkkapitaal (bedoeld voor operationele events, respectievelijk de continuïteit). Deze behoren niet tot de zekerheden, maar zijn bestemd om de continuïteit van de NHI te waarborgen, de inkomende en uitgaande kasstromen te matchen met betrekking tot de operationele kosten van de NHI, en eventuele rentelasten te dekken van een getrokken kasfaciliteit indien en voor zover de NHI de veroorzaker is van het betreffende kastekort.

keuze voor uitponding kan bijvoorbeeld gemaakt worden in het scenario dat, gegeven de marktomstandigheden, verkoop van de RMBS'en of de hypothecaire vorderingen ongunstig zou zijn (zie ook paragraaf 7.3.3 voor bespreking van uitponding als risicomitigerende maatregel). Daarnaast kunnen de kosten van de RMBS structuur reden voor de NHI zijn om de hypothecaire vorderingen naar zich toe te trekken.

7.1.3. Afwikkeling kastekort als gevolg van een operationele fout

In het geval van een operationele fout die leidt tot een tijdelijk kastekort voor de NHI, kan de NHI allereerst terugvallen op aanwending van het statiegeld-kapitaal. De NHI kan hiervoor ook een deel van haar operationele buffer inzetten, maar dient te allen tijde werkkapitaal ter dekking van 12 maanden aan gebudgetteerde operationele uitgaven vrij aanwendbaar aan te houden. Indien noodzakelijk kan ze vervolgens terugvallen op de vooraf geregelde, niet-gecommitteerde kasfaciliteiten bij banken.

7.1.4. Volgorde van aanspreken beschikbare middelen

De eigen middelen die de NHI kan inzetten bij een operationele fout om de NHO tijdig te betalen, zullen naar verwachting slechts voldoende zijn voor de betaling van een enkele NHO coupon. Indien dit volstaat, dan zullen de niet-gecommitteerde kasfaciliteiten niet worden aangesproken. Bij een operationele fout is het noodzakelijk dat een getrokken kasfaciliteit zorgt voor tijdige betaling van de NHO's. De verstrekker van deze kasfaciliteit zal, onder de overeenkomst met de NHI, recht hebben op de betalingen die de NHI ontvangt van de betreffende partij(en), bijvoorbeeld de betaalagent in de RMBS transactie en de woningfinancier die in staat voor een eventueel tekort tussen de gelden die betaalbaar zijn aan de verstrekker van de kasfaciliteit en daadwerkelijke betalingen aan de NHI als eigenaar van de senior tranche van de RMBS. De ontvangen middelen worden bij binnenkomst doorbetaald aan de kasgeld verstrekkende bank volgens de vooraf afgesproken rangorde (zie ook paragraaf 7.1.5).

7.1.5. Afwikkeling kastekort als gevolg van EoD woningfinancier

Indien het kastekort geen operationele fout blijkt te zijn maar een EoD van een woningfinancier, dan kan de niet-gecommitteerde kasfaciliteit vervangen worden door een andere rekening courant faciliteit. Deze rekening courant faciliteit dient ook tot (terug-)betaling van eventuele gelden van het statiegeld-kapitaal en de operationele buffer indien deze werden ingezet bij een operationele fout welke kort daarna een EoD van de woningfinancier bleek te zijn. Deze rekening courant faciliteit geeft de NHI de benodigde liquiditeit terwijl de zekerheden worden uitgewonnen. Op dat moment is de zekerheid die de Staat heeft verkregen op de bankrekening van de NHI waar de RMBS kasstromen worden ontvangen beschikbaar voor de verstrekker(s) van deze rekening courant faciliteit. De overeenkomst tussen de NHI en de zekerhedenagent zal een regeling dienen te bevatten dat gelden die door de zekerhedenagent worden ontvangen uitgekeerd zullen worden in een bepaalde volgorde, waarbij de betreffende bank prioriteit heeft boven de NHI / Staat voor de verplichtingen die uitstaan onder de rekening courant faciliteit ten tijde van de afwikkeling van het EoD van de woningfinancier. Voor wat betreft de verdeling van de risico's en eventuele verliezen wordt de volgorde aangehouden zoals beschreven in paragraaf 7.1 bij afwikkeling van een EoD van een woningfinancier.

7.2. Het rente- en herfinancieringsrisico: risicotolerantie van de Staat

Binnen de randvoorwaardelijke risicotolerantie van de Staat mogen er slechts verliezen voor de Staat optreden indien er een woningfinancier niet voldoet aan diens verplichtingen jegens de NHI onder het RMBS koopcontract (event of default, of EoD) en tegelijkertijd de financiële stress zwaarder is dan wordt verondersteld in de stress scenario's zoals deze door ratingbureaus worden gebruikt bij het beoordelen van gedekte obligaties met een AAA-rating (covered bond of CB).[55] Anders gezegd mag de NHI geen verliezen creëren voor de Staat binnen de grenzen van de genoemde stress scenario's.

De specificaties van de stress scenario's voor gedekte obligaties zoals deze worden toegepast door de gerenommeerde kredietbeoordelaars zijn in appendix A7.1 geschetst. De belangrijkste parameters in deze stress scenario's zijn de marktrente en de vervroegde aflossingssnelheid in de hypotheekportefeuille (zie appendix A7.2 voor nadere toelichting en kwantificering). De stress scenario's betreffen een tweetal scenario's waarin er een EoD bij een woningfinancier plaatsvindt en tegelijkertijd de marktrente zich bevindt buiten de boven- (scenario A) en ondergrens (scenario B) zoals geschetst in tabel 7.1. Daarbij wordt verondersteld dat het scenario met extreem hoge rente samengaat met een laag tempo van vervroegde aflossingen (prepayment rate of CPR) en vice versa.

Tabel 7.1. Stress scenario's waarbinnen de verliezen voor de Staat nihil moeten zijn

Scenario	6M Rente	CPR
A	Stijging met 11,5%	0,5%
B	Daling naar 0%	24%

Risico's en resultaat onder scenario A

Wanneer zich een EoD bij een woningfinancier heeft voorgedaan, kan op het moment dat een NHO dient te worden afgelost, de situatie ontstaan dat er onvoldoende middelen beschikbaar zijn vanuit de onderliggende RMBS'en. Om toch de NHO af te lossen moet de NHI de senior tranche RMBS'en (of onderliggende hypotheken) in de markt verkopen. Bij een hoog-rentescenario in combinatie met een opslag voor de gedwongen verkoop, noteren de hypotheken onder hun nominale waarde (i.e onder par) en leidt dit bij de verkoop tot een negatief marktwaarderesultaat. Omdat de vervroegde aflossingen zo laag zijn, ondergaat een relatief groot deel van de hypotheken het waardeverlies door de aanzienlijke rentestijging.

Risico's en resultaat onder scenario B

In dit geval is de marktwaarde van de hypotheken lager dan de nominale waarde van de NHO's door het veronderstelde hogere tempo van terugbetalingen op de hypotheken. Er zal dan veel kasgeld worden ontvangen, dat dan moet worden aangewend om NHO's terug te kopen en / of zodanig moet worden geïnvesteerd dat de kasstromen van de NHO's kunnen worden betaald. Dit moet dan zodanig gedaan worden, dat er geen renterisico wordt gelopen. Door de rentedaling zijn de NHO's in waarde gestegen, waardoor er bij terugkoop van NHO's een marktwaardeverlies wordt gerealiseerd.

[55] Gedekte obligaties zijn obligaties die zijn uitgegeven door een bank en die door middel van onderpand aan de houders van deze obligaties een grote mate van zekerheid bieden dat wordt voldaan aan de uit deze obligaties voortvloeiende rente- en aflossingsverplichtingen.

Mogelijk is de hoeveelheid extra verstrekt onderpand (overcollateralisatie) onvoldoende om het waardeverlies te compenseren. Als dit het geval is, dan is er een waardetekort om de toekomstige NHO betalingen te kunnen indekken. Een dergelijk waardetekort wordt onder de betrokken partijen afgehandeld als beschreven in paragraaf 7.1.

Het uitponden of verkopen van de portefeuille is mogelijk omdat alle delen van de RMBS (de meest veilige delen ofwel senior notes en de meest risicodragende delen ofwel subnotes en lager gerate tranches) door de woningfinancier aan de NHI zijn verkocht, dan wel verpand aan de zekerhedenagent tot zekerheid voor de NHI. Hiermee hebben NHI en de zekerhedenagent voor de NHI alle stemrechten op de notes van de RMBS als gevolg waarvan zij instructies kunnen geven tot het nemen van acties in de RMBS. Hiernaast heeft de NHI de optie om de swap zonder marktwaardeverlies, dus tegen nominale waarde, over te nemen. Hier dient echter in voorzien te worden bij het afsluiten van de betreffende swap. Wanneer dit niet het geval is kunnen de activa niet uit de RMBS worden gehaald en heeft de NHI geen beschikking over de hypotheken.

Aangezien de huidige rente erg laag is en reeds dichtbij de gestreste lage niveaus die worden gehanteerd door kredietbeoordelaars (zie appendix A7.1), zijn er ook berekeningen gemaakt om te analyseren wat de eventuele verliezen zijn voor de Staat wanneer er uit wordt gegaan van een (veel) hoger niveau van de 6-maands rente. De uitkomsten hiervan geven een beeld van de risico's die de Staat op termijn kan lopen. In de toekomst kunnen zich immers naast forse positieve renteschokken ook forse negatieve renteschokken voordoen.

7.3. Het rente- en herfinancieringsrisico: mitigerende maatregelen

7.3.1. Toelatingsvoorwaarden voor de woningfinancier

Aangezien het rente- en herfinancieringsrisico in de NHI pas gaat spelen nadat er een EoD bij een woningfinancier plaatsvindt, vormen toetredingsvoorwaarden tot de NHI de allereerste mitigerende maatregel die ingezet kan worden. De belangrijkste overweging hierbij is de zorg dat een nieuwe toetreder mogelijk weinig solide is, wat bij een EoD kan leiden tot additionele risico's voor de overige deelnemende woningfinanciers en de Staat. De toetredingsvoorwaarden tot de NHI worden in paragraaf 6.1.1 besproken.

7.3.2. Risicomitigerende elementen en zekerheden in de RMBS structuur

De subnotes in de RMBS

Na een EoD bij een woningfinancier kan de zekerhedenagent het zekerheidsrecht op de subnotes van de RMBS uitoefenen; tezamen met de senior note heeft de NHI dan een claim ter grootte van de totale pool van activa. Merk op dat de subnotes ook dienen om eventuele kredietverliezen in de hypotheekportefeuille op te vangen. Hierdoor kan de waarde van de subnotes ten tijde van een EoD lager zijn dan de nominale waarde.

De verpanding van de subnote is een vereiste om uitwinning of verkoop van de onderliggende hypotheken na een EoD mogelijk te maken. De NHI moet hiervoor over alle delen van de RMBS kunnen beschikken en de optie hebben om de swap zonder bij te betalen over te nemen, ook al is de waarde ervan positief. Wanneer dit niet het geval is kunnen de activa niet uit de RMBS gehaald worden.

In het KPMG model (KPMG, 2013) wordt in lijn met de stress die kredietbeoordelaars hanteren, verondersteld dat er in het eerste jaar al zoveel wanbetalingen zijn dat de subnote op het moment van een EoD geen waarde meer heeft. Wel leidt de excess spread in de RMBS structuur tot risicomitigatie, maar dit effect is niet groot (om en nabij een procentpunt afhankelijk van het gehanteerde scenario).

Overcollateral

Het toevoegen van een lager gerate tranche aan de RMBS structuur genereert extra overcollateral (OC), bovenop de subnotes. Dit extra onderpand wordt al bij het structureren van de RMBS in de structuur ingebracht. Dit is voor de deelnemende woningfinanciers een kostbare vorm van risicomitigatie (zie paragraaf 6.3) en dient daarom zo efficiënt mogelijk te worden ingezet.

Doorgegeven boetes op vervroegde aflossingen

Eventuele boetes voor vervroegde aflossingen zouden kunnen worden doorgegeven aan de NHI na een EoD bij een woningfinancier. Gegeven onderstaande overwegingen gaan we er in de verdere analyse echter van uit dit voor de NHI geen risicomitigerende maatregel kan zijn.

Het doorgeven van boetes op vervroegde aflossing kan alleen worden ingezet als mitigerende maatregel als:

- In de balanced garanteed swap[56] (die na een EoD een prepayment swap wordt) tussen de RMBS structuur en de swap tegenpartij de boetes niet al worden meegenomen. Het wordt een prepayment swap bij een EoD omdat de hoofdsom van het instrument in een dergelijk geval evenredig afneemt met de hoofdsom van de portefeuille; er is geen aanvulling (replenishment) meer.
- Dit is ongewenst voor de swap tegenpartij. Het verhoogt namelijk het morele risico dat al speelt bij prepayable swaps omdat er een prikkel zou kunnen ontstaan voor de woningfinancier om klanten vervroegd te laten aflossen op hun hypotheek.
- De cash flow swap tussen de RMBS structuur en de swap tegenpartij een expliciete clausule hierover opneemt. Dit is niet marktconform en ongewenst voor de swap tegenpartij.

Daar beide situaties niet-marktconform zijn en zij ook ongewenst zijn voor de swap tegenpartij, kan de swap waarschijnlijk niet in de markt worden afgesloten. Mogelijk kan deze wel afgesloten worden met de woningfinancier zelf. Dit levert dan andere issues op zoals tegenpartij risico dat volledig gecorreleerd is met het EoD moment. Verder is er nog geen onderzoek gedaan naar de technische haalbaarheid van deze maatregel. Gegeven deze overwegingen gaan we er in de scenario analyse van uit dat het doorgeven van deze boetes aan de NHI niet kan worden meegenomen als mitigerende maatregel.

[56] Dit is dezelfde swap als besproken in paragraaf 5.1.3

7.3.3. Mitigerende maatregelen die de NHI kan treffen

Alternatieve looptijden van de NHO's

Het doel hiervan is het marktwaarde-effect op de NHO's als gevolg van renteveranderingen te verminderen. Dat gebeurt door de looptijd mismatch tussen de NHO's en de hypotheekportefeuille te verkleinen.

In het scenario waarbij de rente significant daalt, in combinatie met veel vervroegde aflossingen, leidt het verkorten van de looptijden van de NHO's tot een significant minder negatief resultaat (dan in de basisanalyse waar NHO's met looptijden van 2, 5 en 10 jaar worden uitgegeven). In het stress scenario met hoge rente en lage vervroegde aflossingen, leidt deze maatregel juist tot een negatiever resultaat. Deze tegenovergestelde dynamiek leidt tot een afweging in de keuze van looptijden van de NHO's (zie appendix A7.3 voor kwantificering van deze afweging).

Uitponding

De NHI kan er na een EoD van een woningfinancier toe besluiten om de hypotheekportefeuille te gaan uitponden. Indien de zekerhedenagent in de afwikkelingsstrategie kiest voor uitponding, dan worden de hypotheekleningen uit de RMBS transactie onder beheer genomen om de portefeuille te laten uitlopen tot aan de einddatum van de leningen.

Met uitponding wordt het gesimuleerde extra verlies door gedwongen verkoop van de hypotheek-portefeuille bij een rentestijging vermeden. Indien de rente daalt, helpt uitponding niet om de verliezen te beperken (zie appendix A7.3). Uitponding is mogelijk als de RMBS structuur kan worden ontmanteld na een EoD bij de woningfinancier.

Pass through

Door middel van het uitgeven van zogenaamde pass through obligaties kan het risico van vervroegde aflossing, dat na een EoD van een woningfinancier ontstaat, worden doorgegeven aan de investeerder in de NHO. De pass through NHO kent dan geen eenmalige aflossing meer aan het einde van de looptijd, maar lost af op basis van het gerealiseerde aflossingstempo van de onderliggende hypotheken.

Ter herinnering: het marktrisico voor de Staat komt voort uit het feit dat –na een EoD van een woningfinancier– bij hoger dan verwachte vervroegde aflossingen, de NHI deze kasmiddelen moet uitzetten in de markt tegen de dan geldende rente, of moet aanwenden om NHO's terug te kopen in de markt. Indien de marktrente dan lager staat dan de rente op de bullet NHO's zal dit leiden tot een verlies. Conceptueel leidt dit tot hetzelfde verlies. Anderzijds dient de NHI bij lage vervroegde aflossingen op de einddatum van een NHO de onderliggende hypotheken te gelde te maken. Indien de marktrente dan hoger staat dan de gemiddelde rente van de hypotheekportefeuille, dan leidt dit tot een verlies. In het geval van een onderliggende variabel rentende RMBS is dit risico beperkt, omdat de variabele rente immers is meegestegen met de marktrente.

De pass through NHO is een voor de hand liggend instrument voor de NHI om te gebruiken na afloop van een NHO obligatie indien er bij een woningfinancier een EoD is geraakt.[57] Daarnaast is het een mogelijk instrument dat de NHI kan inzetten indien het renteklimaat veel hoger is dan het huidige klimaat. In een hoog renteklimaat is het marktrisico dat voortkomt uit een rentedaling namelijk veel groter en bij een EoD zal de NHI dan ook potentieel een groter herbeleggingsrisico hebben. Door de uitgifte van pass throughs kan dan de extra benodigde activabeklemming als risicomitigatie beperkt worden. Zie appendix A7.6 voor verdere bespreking van pass throughs en de vergelijking met de Amerikaanse pass through markt.

In dit rapport gaat het te ver om de details van de pass throughs uit te werken, op hoofdlijnen zullen dergelijke obligaties dezelfde kenmerken hebben als standaard NHO's zoals beschreven in hoofdstuk 5 met de volgende verschillen:

- De rente is 3-maands variabel (euribor) plus een marge
- De coupons kennen een kwartaalfrequentie, hierbij zal er aansluiting zijn bij de betaaldata op de standaard NHO's.
- Voor wat betreft aflossingen zullen op kwartaalbasis de aflossingen uit de onderliggende hypotheekportefeuille gebruikt worden voor gedeeltelijke aflossing van de betreffende pass through NHO.
- De einddatum is gelijk aan de juridische einddatum van de onderliggende hypotheken.
- Er is de mogelijkheid voor een optie voor de NHI om de NHO's geheel voortijdig af te lossen na een bepaalde datum.

7.3.4. Kapitaal

Modelberekeningen geven aan dat in de huidige omgeving met lage rentes de rente- en herfinancieringsrisico's volledig te mitigeren zijn middels de subnote in de RMBS structuur en de mogelijkheid tot het uitponden van een portefeuille na een EoD van een woningfinancier.[58] Er is in de huidige omstandigheden geen aanvullend overcollateral nodig (zie appendix 7.3 voor de gedetailleerde berekeningen). Als de rente op termijn stijgt –en daarmee het risico van neerwaartse rentestress toeneemt– kan uitponding in combinatie met looptijdenverkorting de risico's nog altijd verregaand maar niet meer volledig mitigeren. Aanvullend overcollateral van 3% – 8,3% is dan vereist om de risico's binnen de risicotolerantie van de Staat volledig te mitigeren. In totaliteit varieert dan de hoeveelheid onderpand binnen de RMBS structuur (subnotes en lager gerate tranches) van € 90 mln (6% + 3%) tot € 143 mln (6% + 8,3%). Dat wil zeggen dat afhankelijk van de omstandigheden tegenover elke € 1 mrd aan toelaatbare gesecuritiseerde NHG-hypotheken door de NHI € 857 mln tot € 910 mln aan NHO's worden uitgegeven.

Bij het berekenen van het overcollateral is uit prudentiële overwegingen geen rekening gehouden met het effect van de balanced garanteed swap op het mitigeren van het ALM-risico. Wanneer er

[57] Indien de RMBS geen variabele rente betaalt maar een vaste coupon dan zal de NHI deze moeten omzetten naar een variabele coupon. Deze swap is niet echt standaard gezien de onbekende ontwikkeling van de hoofdsom, maar met dure opties is het wel te hedgen. De NHI zou dan de middelen moeten krijgen om bij een EoD van de woningfinancier dergelijke hedges te kunnen afsluiten. Deze middelen zouden afkomstig kunnen zijn door (kas) onderpand van de woningfinancier of door extra zekerheden in de RMBS structuur.
[58] Het model en de berekeningen zullen nog worden gevalideerd door een onafhankelijke deskundige partij.

een portefeuille met een gemiddelde duratie (ongeveer 3,5-5 jaar) wordt ingebracht, wordt het risico van een rentestijging al zodanig door de maatregel 'uitponding' gemitigeerd dat er voor een woningfinancier geen reden is om hiernaast ook nog een balanced guaranteed swap af te sluiten. Alleen in een situatie dat het overgrote deel van de ingebrachte leningen een rentevast periode hebben van meer dan 20 jaar en er vervolgens korte NHO's worden uitgegeven, voegt een swap[1] waarde toe om het risico van een rentestijging te mitigeren. In een dergelijk situatie is de gemiddelde looptijd van de NHO's tekort om een rentestijging afdoende te mitigeren met de maatregel 'uitponding'.

Box 7.1. Samenvatting modelmatige analyse van benodigde zekerheden

De optimale inzet van de mitigerende maatregelen (i) aanpassing van de looptijden van de NHO's, (ii) het uitponden van de hypotheekportefeuille na een EoD van een woningfinancier en (iii) het inbrengen van extra onderpand in de RMBS structuur om het conditionele rente- en herfinancieringsrisico te mitigeren wordt in tabel 7.2 getoond. Het linkerdeel van de tabel schetst de samenstelling van de looptijden van de NHO's die hierin worden overwogen. Het rechterdeel van de tabel geeft weer hoeveel onderpand (subnotes én lager gerate tranches) er in de RMBS structuur dient te worden ondergebracht. Het minimum daarvoor is altijd 6% (zijnde de subnote) en de mogelijkheid tot uitponding wordt steeds meegenomen. Merk op dat het vereiste extra onderpand afhankelijk is van het te verwachten verlies onder het meest negatieve van de twee stress scenario's zoals in tabel 7.1 gepresenteerd.

De benodigde hoeveelheid extra onderpand in de RMBS structuur is afhankelijk van het renteklimaat bij uitgifte van de NHO; hoe hoger de rente, des te groter het risico van een neerwaartse rentestress en derhalve des te hoger de extra onderpandseis en vice versa. Om deze extra onderpandseis te beperken wanneer de marktrentes oplopen, kan de NHI besluiten om de gemiddelde looptijd van de uit te geven NHO's te verkorten. De analyse geeft aan dat na het inzetten van de mitigerende maatregelen de CB stress scenario's gedekt worden wanneer er een hypotheekportefeuille wordt ingebracht wordt met een gemiddelde duratie (4,5 jaar). Onder de gehanteerde 6-maands rente (0,34%) en het inzetten van de drie mitigerende maatregelen blijft het overcollateral beperkt tot de 6% van de junior note.

Tabel 7.2. Optimale inzet van mitigerende maatregelen

Allocatie	94% (ex junior note van 6%)		
	18%	27%	49%
Looptijden verdeling in jaren	2	5	10
	2	5	7
	2	5	5
	2	5	3
	2	5	2
	2	5	1

Overcollateral	MAX (rente daling, rente stijging & uitponding)				
6M rente	0,34%	3,0%	5,0%	7,0%	10,0%
	6,0%	11,4%	17,6%	24,7%	37,1%
	6,0%	9,1%	12,4%	15,9%	21,5%
	12,7%	10,9%	9,8%	11,5%	14,3%
	25,1%	21,9%	19,1%	18,3%	16,1%
	34,2%	30,4%	28,1%	26,0%	23,3%
	46,0%	41,6%	39,0%	36,6%	33,5%

Noot: '6M rente' staat voor 6-maandsrente. De gearceerde cellen in de tabel geven de combinaties van zekerheden en overige mitigerende maatregelen weer waarbij de onderpandseis geminimaliseerd is. De onderpandseis is altijd minimaal gelijk aan de subnote van 6%.

[1] De swap zal vast betalen tot einde looptijd van de NHO om hierna floating te worden. Zie ook 5.1.3.

Tijdens de uitwerking naar de oprichting van een NHI toe zal de praktische haalbaarheid van de swap moeten worden getoetst en nadere vereisten worden gesteld aan het incorporeren van een swap. Vervolgens kan een afweging plaatsvinden of het wenselijk is om het positieve effect van een swap moet worden verrekend in het overcollateral en de premiestelling. De gevolgen hiervan voor het risicomodel en de premiemethodiek zullen dan opnieuw moeten worden beoordeeld.

Echter, de berekeningen maken geen voorbehoud voor modelrisico.[59] Dat wil zeggen het risico dat de werkelijkheid zich niet gedraagt naar de gemodelleerde situatie, of het model onvolkomenheden of zelfs een fout bevat. Modelrisico resulteert in het risico dat de Staat bij gestelde zekerheden en toepassing van beschikbare mitigerende maatregelen voor de NHI achteraf toch verliezen blijkt te lijden binnen de gestelde risicotolerantie. Aangezien modellen abstracties zijn van de werkelijkheid is modelrisico welhaast onvermijdelijk. Om evenwel de prikkels goed te leggen om alle betrokken partijen bij de NHI hier waakzaam op te laten zijn, wordt voorzien in wat we verder zullen noemen een buffer van ‘statiegeld-kapitaal.’ Bij aanvang van een NHO wordt vooraf een extra premie (‘statiegeld’) geïnd welke wordt terugbetaald aan de woningfinancier op het moment dat de NHO is afgelost en de Staat geen verliezen heeft geleden voorvloeiende uit de activiteiten van de NHI als gevolg van een EoD van een van de woningfinanciers.[60] Dit statiegeld onderhoudt een buffer waartegen de verschillende woningfinanciers gezamenlijke aansprakelijkheid kennen ten opzichte van EoD’s van woningfinanciers in de NHI. In deze zin fungeert het middels het statiegeld onderhouden statiegeld-kapitaal als buffer voor de NHI ter dekking van modelrisico’s die gelopen worden in de beheersing van het rente- en herfinancieringsrisico.

7.4. Het rente- en herfinancieringsrisico: premiestelling en kapitalisatie

7.4.1. De premie voor de staatsgarantie

Voor de berekening van een marktconforme risicopremie voor de staatsgarantie is een theoretische benadering gehanteerd waarin de volgende ingrediënten het verwachte verlies bepalen: (i) de kans op een EoD van een woningfinancier, (ii) het verwachte verlies gegeven een EoD en (iii) de blootstelling in euro’s op het moment van een EoD.[61] Op basis van een conservatieve inschatting van de diverse parameters, onder andere veronderstellend dat een van beide stress scenario’s zich eens in de tien jaar voordoet, is de premietabel 7.3 samengesteld (zie paragraaf 8.2.3 voor de procesmatige kant van de premievaststelling).

Indien het rentetypische karakter (duratie) van de ingebrachte hypotheekportefeuille sterk afwijkt van de model portefeuille waarop de berekeningen gebaseerd zijn, kan de premie voor de woningfinancier afwijken van de premie in tabel 7.3. Tijdens de uitwerking moet worden bezien in

[59] Het gebruikte model betreft een prototype dat verder uitgebreid en ingebed kan worden op het moment dat de NHI operationeel wordt.

[60] Na afloop van een NHO zou het statiegeld voor maximaal 2 jaar aangehouden mogen worden in afwachting van lopende afwikkelingen van EoD’s. Indien de uitwinning van de zekerheden dan nog niet is afgerond, zodat onzeker is of er een tekort is om de verplichtingen van de NHO te voldoen, wordt een externe verificatie van de waarde van de zekerheden uitgevoerd (inclusief de waarde van de regres vordering), op basis waarvan wordt besloten welk deel van het statiegeld-kapitaal wordt terugbetaald aan de resterende woningfinanciers.

[61] Appendix A7.4 gaat nader in op deze berekeningen en schets tevens twee alternatieve benaderingen, te weten de marktbenadering en de vergelijking met de premiestelling bij vergelijkbare instituten.

hoeverre dit kan worden bereikt door het stellen van limieten en/of door het berekenen van een premie voor een individuele portefeuille. Dit moet het arbitreren onmogelijk maken tussen een van te voren vastgestelde premie en de ingebrachte leningen met daaraan gekoppeld ALM-risico.

Daarnaast kan tijdens de uitwerking naar de oprichting van de NHI toe worden bezien of de premiemethodiek zodanig kan worden geoptimaliseerd dat de attractiviteit van de NHI wordt vergroot zonder dat de risicotolerantie van de Staat wordt overschreden.

De tabel beoogt slechts een indicatie te geven van premies die nu zouden moeten gelden. Als ondergrens van de te stellen premie is 3 basispunten gehanteerd, omdat onder dit niveau de premie als mogelijk onvoldoende betekenisvol kan worden gezien. De feitelijke premie zou op jaarbasis volgens deze tabel vastgesteld worden en deze is voor het daaropvolgende jaar van kracht. De NHI draagt deze premie op haar beurt af aan de Staat; er vindt geen fondsvorming plaats binnen de NHI.

Het model en de gehanteerde aannames waaruit de premies resulteren, zullen onderworpen worden aan externe validatie evenals aan een jaarlijkse revisie (en validatie).

Tabel 7.3. Premiestelling voor de staatsgarantie

Rating / Looptijd	3 jaar	5 jaar	7 jaar	10 jaar
AAA	3	3	3	3
AA	5	11	15	20
A	12	24	38	61
Baa / Geen rating	26	48	66	102

Noot: Premie in basispunten; rating betreft de stand alone rating van de woningfinancier. Eenmalig, vooraf te betalen door de woningfinancier aan de NHI, als fractie van de nominale waarde. Premies op basis van appendix A7.4 (tabel 9) waarbij bedragen zijn afgerond op hele basispunten en een minimum premie van 3 basispunten is gehanteerd.

Voor zover mogelijke deelnemers zelf niet over een rating beschikken, kunnen zij deze eventueel verkrijgen via een expliciete garantie van een entiteit (moeder- of zustermaatschappij) die daar wel over beschikt. Indien een deelnemer beschikt over meer dan één rating en het oordeel verschillend is, dan geldt de laagste.

7.4.2. De statiegeld-premie en het statiegeld-kapitaal

De statiegeld-premie wordt gekoppeld aan de te betalen premie voor de staatsgarantie en bedraagt 100% van de staatsgarantiepremie. De statiegeld-premie wordt eveneens bij aanvang van een NHO vooraf geïnd bij de woningfinancier.

Anders dan met de premie voor de staatsgarantie, wordt de statiegeld-premie door de NHI wel aangewend voor fondsvorming. Hiermee wordt namelijk het statiegeld-kapitaal opgebouwd; een extra (kapitaal-)buffer in de NHI via welke de NHI een gelimiteerde aansprakelijkheid kent voor eventuele verliezen als gevolg van een EoD van een woningfinancier. De woningfinanciers kennen via het statiegeldkapitaal gezamenlijke aansprakelijkheid wanneer er door een EoD van enig woning-

financier onder enig NHO in de NHI een verlies ontstaat.[62] Het door enig woningfinancier ingelegde statiegeld wordt namelijk slechts terugbetaald op het moment dat de NHO is afgelost en er zich geen verliezen hebben voorgedaan voortvloeiend uit de activiteiten van de NHI als gevolg van een EoD van een woningfinancier. De deelnemende woningfinanciers hebben op deze manier een prikkel om mede goed toe te zien op de risicobeheersing door de NHI.

Uitgaande van een NHO-volume van € 25 mrd (het beoogde volume dat in vijf jaar wordt opgebouwd), een kredietwaardigheidsoordeel 'A' voor de deelnemende woningfinanciers, en uitgifte van enkel 5-jaars NHO's, zou het statiegeld-kapitaal € 62,5 mln bedragen. Het betreft strikt genomen een tijdelijke kapitaalbuffer, die echter bij gelijkblijvend NHO-volume en gelijkblijvende kenmerken van de woningfinanciers en NHO-looptijden structureel op dit niveau gehouden wordt. Bij aflossende NHO's wordt het statiegeld aan betreffende woningfinanciers terugbetaald –behoudens verliezen voortvloeiend uit de activiteiten van de NHI als gevolg van een EoD van een woningfinancier– terwijl de uitgifte van nieuwe NHO's deze statiegeld uitstroom weer wordt aangevuld.

Het statiegeld-kapitaal is tevens in te zetten in het geval van een tijdelijk kastekort als gevolg van een operationele fout of storing (zie paragrafen 7.5.1 en 7.5.2) en in specifieke situaties ter aanvulling van het operationele kapitaal (zie paragraaf 7.5.4).

7.5. Het kas- en overig operationeel risico

7.5.1. Beschrijving en tolerantie kasrisico

Het is belangrijk dat de NHI tijdig de rente en aflossing op de NHO's kan betalen. De opzet van de NHI is zodanig dat dat normaal ook zo behoort te gebeuren. Ten eerste zijn couponrente en geplande aflossing van de gezamenlijke RMBS'en exact gelijk aan die van de NHO's; nominaal is de hoofdsom van de gezamenlijke RMBS'en gelijk aan de hoofdsom van alle NHO's. Ten tweede zijn de betaaldata van door de NHI te ontvangen coupon en verwachte aflossing van de RMBS'en hetzelfde als de betaaldata van door de NHI te betalen coupon en aflossing op de NHO's. Ten derde is de aflossingsdatum van de NHO's gelijk aan de datum van de terugkoopverplichting van de RMBS'en door de betreffende woningfinanciers.

Er is echter een aantal situaties mogelijk waarin dit niet het geval is. In de eerste plaats kan het voorkomen dat een RMBS niet tijdig betaalt aan de NHI. Dit kan voorkomen als bijvoorbeeld de woningfinancier de inkomsten uit de hypotheekportefeuille niet tijdig aan de RMBS structuur heeft betaald. Maar het zou ook kunnen volgen uit een fout of ander operationeel probleem bij de administrateur of paying agent van de RMBS structuur. In de tweede plaats kan een fout of ander operationeel probleem bij de NHI zelf de oorzaak zijn. In beide situaties zal de NHI andere kasmiddelen moeten kunnen aanwenden om haar verplichtingen inzake couponbetaling en / of aflossing onder de NHO na te kunnen komen.

[62] Verliezen worden voor dit rapport gedefinieerd als alle verplichtingen die de NHI heeft onder de NHO, inclusief de rentelast van de NHI hierover, aangezien de NHI mogelijk eerder moet betalen onder de NHO, dan dat het regres op de woningfinancier wordt afgewikkeld.

Voor wat betreft de risicotolerantie geldt dat verlate coupon- of aflossingsbetalingen onder de NHO door de NHI onacceptabel zijn, ook als ze naar verwachting binnen de contractueel gestelde grace period lijken te vallen. De inschatting is namelijk dat een verlate coupon- of aflossingsbetaling mogelijk grote reputatieschade aan de NHI en de Staat kan toebrengen. De NHI zal moeten worden voorzien van liquiditeitsvoorzieningen waarmee kastekorten kunnen worden gedekt die verband houden met bijvoorbeeld (ICT-)problemen waardoor betalingen een tijdelijke (tot 3 dagen) vertraging ondervinden. De betreffende faciliteit wordt niet door de Staat gegarandeerd.

7.5.2. Kwantificering en mitigerende maatregelen en kapitalisatie inzake kasrisico

Voor de uitwerking van de mogelijke impact van een kastekort veronderstellen we een uitstaand NHO-volume van €25 mrd met een jaarlijkse coupon van 3%, waarvan jaarlijks €5 mrd aflost. Voor elke couponbetaling is dan €750 mln nodig, terwijl voor een aflossing daar nog eens €5 mrd bovenop komt. Als mitigerende maatregel wordt aangenomen dat de NHI twee coupon- en aflosdata per jaar hanteert, zodat deze bedragen halveren.

Voor het opvangen van liquiditeitsproblemen bij de NHI bij operationele problemen die leiden tot een kastekort, zal er sprake zijn van een serie maatregelen die achtereenvolgens kunnen worden ingezet.

Allereerst heeft de NHI zelf in de vorm van het statiegeld-kapitaal op termijn €62,5 mln aan kasmiddelen beschikbaar om in dergelijke situaties tijdelijk in te zetten, zoals volgt uit de aannames gedaan in paragraaf 7.4.2. De NHI kan hiervoor ook een deel van haar operationele buffer inzetten, maar dient te allen tijde werkkapitaal ter dekking van 12 maanden aan gebudgetteerde operationele uitgaven vrij aanwendbaar aan te houden. Deze middelen zullen door de NHI in voldoende liquide vorm moeten worden aangehouden om hiervoor inzetbaar te zijn. Deze middelen zijn naar verwachting voldoende om een te late couponbetaling op één of enkele RMBS'en op te vangen.[63] Het is niet waarschijnlijk dat zich op alle RMBS'en en / of NHO's tegelijkertijd een operationeel probleem voordoet, dat leidt tot een kastekort. Echter, er dient vooraf een oplossing beschikbaar te zijn voor het geval dat dat wel zo is. De benodigde €375 mln aan kasmiddelen om een integrale couponbetaling op enige betaaldatum te kunnen voldoen, of de benodigde €2,5 mrd voor een aflossing van alle RMBS'en op enig betaaldatum, overstijgt de binnen de NHI beschikbare buffers.

In dergelijke gevallen zal de NHI moeten kunnen terugvallen op een voldoende uitgeruste treasury functie om in dat geval op de geldmarkt overnight krediet aan te trekken, zodat de coupon en / of hoofdsom op de NHO's tijdig kan worden betaald. Voor gevallen waarin dat moeilijk zou zijn, zullen niet-gecommitteerde rekening courant faciliteiten bij de NHI partners of andere financiële instellingen worden geopend. Deze faciliteiten behoren voorafgaand aan de uitgifte van de eerste NHO's te zijn geregeld, zodat er bankrekeningen beschikbaar zijn en bij toestemming voor een trekking en overeenstemming over de prijs, de betreffende bankrekeningen direct operationeel zijn.

[63] Als er meer RMBS'en van verschillende woningfinanciers ter dekking van een NHO zijn ingebracht, wordt alleen liquiditeit verstrekt ter overbrugging van de betalingsvertraging van één of meerdere specifieke RMBS'en. Alle andere RMBS'en zullen hun reguliere coupon- en aflossingsbetalingen aan de NHI doen waarbij de NHO's naar behoren worden betaald. Een te late betaling couponbetaling van 1 RMBS van 1 woningfinancier met een omvang van €1 miljard heeft bij de veronderstelde coupon van 3% een kasbehoefte van €30 miljoen.

De kosten van een dergelijke trekking worden door de NHI doorbelast aan de veroorzaker van de operationele problemen, waarbij de operationele buffer van de NHI een aantal dagen aan rente op de rekening courant faciliteit moet kunnen accommoderen voor het geval dat een dergelijke operationele fout bij de NHI zou liggen.[64]

Indien het kastekort niet het gevolg is van een operationele fout, maar het gevolg van een EoD van een woningfinancier, dan wordt de procedure gevolgd zoals beschreven in paragraaf 7.1.5.

7.5.3. Overige operationele risico's: kwantificering, mitigatie en kapitalisatie

Buiten een tijdelijk kasmiddelentekort kunnen operationele fouten en lacunes in de interne control processen op andere manieren kosten voor de NHI met zich mee brengen. Box 7.2 beschrijft de belangrijkste operationele risico's voor de NHI.

Box 7.2. Belangrijkste operationele risico's voor de NHI

1. Onjuiste en / of onvolledige financiële, investeerder –en/of managementrapportages: De NHI zal als gevolg van uitgifte van NHO´s met enige frequentie verplicht zijn middels rapportages inzage te geven in de actuele stand van zaken, teneinde de investeerders, het management en overige stakeholders inzicht te verschaffen in de (financiële) performance van de NHI en meer specifiek de NHO's. Vanzelfsprekend dient deze informatie een juiste en volledige weergave van de resultaten te geven. Mocht dit niet het geval zijn dan lopen (het management van) de NHI, maar vooral ook de investeerders het risico op het nemen van verkeerde besluitvorming, bijvoorbeeld als de NHI niet opmerkt dat bepaalde RMBS'en niet (meer) aan de gestelde criteria voldoen. Het laatste kan een risico's voor de NHI vormen.

2. Transacties worden niet tijdig, juist en/of volledig uitgevoerd: Er kunnen fouten worden gemaakt, zowel binnen de RMBS structuur als binnen de NHI ten aanzien van de transacties. Hierbij kan gedacht worden aan een inkomende kasstroom die (iets) te laat binnenkomt, of rekeningen die te laat betaald worden. De uitgaande kasstroom (coupon en / of aflossing op de NHO's) dient echter tijdig betaald te worden. Het kan daardoor gebeuren dat er een kasfaciliteit getrokken moet worden. Dat zou dan leiden tot het vergoeden van de wettelijke rente in geval van verlate betaling, hetgeen als een operationeel risico bestempeld kan worden.

3. Contractueel risico – onjuiste representatie van terms and conditions: De structuur, voorwaarden en contractuele relaties oftewel de reps and warrranties van de NHI en specifiek de uit te geven NHO's dienen juridisch goed en juist te worden vastgelegd. Zodanig, dat er geen misverstanden bij investeerders kunnen ontstaan met eventueel juridische claims als resultante. Het

[64] De verstrekker van de faciliteit loopt tegenpartijrisico op de NHI. De NHI zelf heeft een relatief beperkte kapitaalbuffer en zal zelf geen rating hebben. Op basis van recente inzichten van de EBA (Report on impact of differences in leverage ratio definitions – Leverage ratio exposure measure under Basel III and the CRR, EBA, 4 maart 2014) blijkt dat ook niet-gecommitteerde faciliteiten impact hebben op de leverage ratio van bancaire instellingen, waardoor ook de niet-gecommitteerde faciliteiten aan de NHI doorlopende kosten met zich mee kunnen brengen. Deze kosten worden meegenomen bij de reguliere jaarlijkse kosten voor deelname aan de NHI. De behandeling door de toezichthouder dient zo mogelijk vooraf duidelijk te zijn. Verwacht wordt dat deze lijnen een 10% weging in de leverage ratio hebben voor de verstrekkende bank voor het niet-getrokken deel en dat er geen liquiditeitseisen zijn ten behoeve van de NSFR en LCR.

risico hierop kan worden gemitigeerd door zorgvuldig de contracten samen te stellen en jaarlijks te updaten.

4. Onjuiste vastlegging van (veranderingen in) contracten en base prospectus: In aanvulling op het contractuele risico is het risico dat de base prospectus en contracten niet meer up-to-date zijn en derhalve een onjuiste weergave geven feitelijke situatie. Dit brengt als risico met zich mee dat de transacties niet geheel juist kunnen worden uitgevoerd.

5. Eigen bedrijfsvoering en uitbesteding: Risico op fouten als gevolg van ontoereikend toezicht op de uitbestede diensten vanuit de NHI. Overigens moet de NHI voor de operationele activiteiten die het in eigen beheer uitvoert uiteraard ook effectieve beheers- en controlemaatregelen nemen en implementeren in de interne organisatie. Ook het risico op fraude valt hieronder.

Voor wat betreft risicomitigatie wordt bovenal ingezet op goede processen en controls, waaronder een ISAE 3402 verklaring. Daarnaast wordt met betrekking tot het werkkapitaal van de NHI het risico op wegvallende bijdrages van woningfinanciers als gevolg van EoD's uitgegaan van heffing van de operationele premie op jaarlijkse basis, maar aan het begin van het jaar te voldoen. Op die manier heeft de NHI bij de start van elk jaar de gebudgetteerde lopende kosten voor het gehele jaar al gedekt.

DNB ziet erop toe dat de NHI over een minimumbedrag aan eigen vermogen beschikt om operationele risico's af te dekken.

7.5.4. Kapitaalsbeslag voor operationele risico's

Het kapitaalsbeslag voor operationeel risico wordt vormgegeven tegen de achtergrond van de NHI die in operationeel opzicht een eenvoudige organisatie betreft. De grote geldstromen die de NHI inkomen en uitgaan zijn geconcentreerd in de tijd (enkele momenten per jaar), in de variatie van betreffende instrumenten (homogene RMBS'en en NHO's) en naar locatie (enkel in Nederland, één kantoor). Een effectieve AO/IC organisatie waarin taken, herstel- c.q. wind-down plannen adequaat beschreven staan, zal ertoe leiden dat de operationele risico's in een dergelijke omgeving ruim voldoende gekapitaliseerd zijn.

Box 7.3. De bestanddelen van de operationele kapitalisatie

De bestanddelen van het kapitaal zijn de volgende:

1. Het risicodragend operationeel kapitaal van €10 mln.
2. De NHI wordt verzekerd tegen operationele risico's, direct via eigen polissen en indirect via out-sourcing.
3. Er is een nader gespecificeerd herstelplan in geval van onvoorziene grote / onverzekerde operationele incidenten.
4. Woningfinanciers stellen zich bereid in geval van een wind down van de NHI de werkelijke operationele kosten te dekken.[65]

[65] Een eventueel vermogensrestant dient na wind down van de NHI uitgekeerd te worden aan de verstrekkers van de achtergestelde lening die de NHI voorzagen in haar initiële kapitalisatie, naar rato van hun bijdrage

5. Statiegeld vult –naast haar reguliere doelstelling– na extreme operationele events, een negatief eigen vermogen aan tot €0.[66]

Tabel 7.4 hieronder geeft een opsomming van de potentiele effecten van de hierboven genoemde mitigerende maatregelen

Tabel 7.4. Opbouw absorptiecapaciteit operationeel risico

1e dekking	Risico absorberend kapitaal	€ 10 mln	Beschikbaar vanaf dag 1 in de vorm van achtergestelde lening; vervolgens door de NHI te vervangen door eigen kapitaal buffer door middel van ingehouden premies.
2e dekking	Verzekering	€ 40 mln n.n.t.b.	Direct via eigen polissen, met eigen risico van € [500k], waarbij de dekking van het verzekerde bedrag elk jaar opnieuw beschikbaar zal zijn. Indirect via outsourcing.
3e dekking	Herstelplan	€ 62,5 mln	Bedrag opgebouwd na circa 5 jaar. Bij uitzonderlijke grote operationele events vindt een dusdanige conversie (bail-in) van het statiegeldkapitaal plaats, dat een eventuele negatieve operationele vermogenspositie wordt weggewerkt. Zodra het herstelplan zijn werk heeft gedaan, wordt het ingezette statiegeld weer vrijgegeven.
4e dekking	Herstelplan	Circa € 1-15 mln per jaar	Vervolgens kan het operationele kapitaal in enkele jaren herstellen tot de gewenste €10mln vanuit een uitzonderlijk groot operationele event.
Wind Down			
5e dekking	Kosten	Naar verwachting max € 1 mln per jaar	Bovenop bovengenoemde maatregelen, stellen woningfinanciers zich bereid de beëindiging van de activiteiten van de NHI tegen werkelijk gemaakte operationele kosten te dekken (waarbij de kostenbasis fors wordt teruggebracht en de ontvangst van operationele premies gewoon volgens contract doorloopt).

hieraan. De juridische vormgeving van de opbouw van het operationele vermogen van de NHI uit inhouding van premies dient hiertoe te worden ingericht.

[66] Nadat het herstelplan succesvol is doorlopen, kan vervolgens ook het ingezette statiegeld weer worden vrijgegeven.

8. Operationalisering van de NHI

Dit hoofdstuk behandelt de operationele processen van de NHI. Hierin wordt een viertal aspecten belicht waarbij beoogd wordt de organisatie zo eenvoudig en efficiënt mogelijk in te richten. Allereerst worden de administratieve processen beschouwd die binnen de NHI uitgevoerd worden (paragraaf 8.1). Ten tweede worden de te ontvangen en te genereren rapportages ten behoeve de stakeholders beschreven (paragraaf 8.2). Hierbij komen ook de instrumenten aan de orde die daarvoor nodig zijn en hoe deze periodiek geactualiseerd worden. Ten derde wordt ingegaan op de personele bezetting en huisvesting (paragraaf 8.3). Tot slot worden de operationele kosten besproken en wordt een begroting gepresenteerd (paragraaf 8.4).[67] Uitgangspunt hierbij is dat de NHI de operationele kosten en risico's volledig dekt middels de operationele premie en buffer. Deze worden door de betrokken marktpartijen gedragen en behoeven geen enkele bijdrage van de Staat.

8.1. Administratieve processen en interne control omgeving (AO / IC)

Fundamentele componenten van de AO / IC zijn de organisatiestructuur van de NHI, de processen en procedures van haar verschillende geledingen en het toezicht daarop, de doorlopende controle door de interne accountantsdienst (IAD) en de externe accountant (ISAE type II) en de management rapportage systemen. Deze componenten komen in twee delen aan de orde. Ten eerste de administratieve organisatie waarin organisatie, processen en toezicht en ten slotte systemen en benodigde expertise beschreven worden (8.1.1). In paragraaf 8.1.2. worden de belangrijkste processen in de interne control omgeving beschreven.

8.1.1. Administratieve organisatie

De NHI kent geen winstdoelstelling en heeft in eerste instantie een geringe hoeveelheid activiteiten die deels uitbesteed kan worden. De resultatenrekening van de NHI is daarmee goed voorspelbaar, mits er zich geen operationele problemen binnen de NHI, bij de RMBS obligaties en / of de uitstaan-de NHO's voordoen.

De NHI dient als kasstelsel beheerd te worden. Dit geldt voor het going concern bedrijf als ook in geval een woningfinancier in een event of default (EoD) raakt. In het geval van een (dreigend) EoD zullen de zekerheden worden overgedragen aan een aparte juridische entiteit (zoals beschreven in paragraaf 7.1.2), zodat de afwikkeling geen impact heeft op het going concern van de NHI.

In eerste instantie dienen administratieve processen efficiënt ingericht te worden of –waar efficiëntie extern beter te bewerkstelligen is– aan professionele partijen uitbesteed te worden.

De NHI moet voldoende borging bevatten om de risico's die door de Nederlandse Staat worden gelopen vooraf in te schatten binnen de gestelde kaders, te monitoren en te rapporteren. Het is wenselijk de eisen voor de NHI af te stemmen op de specifieke risico's die de NHI loopt. Hierdoor kan een optimale balans ontstaan tussen de effectiviteit van het toezicht en de kosten die toezicht met zich meebrengt. Hoofdstuk 4 zet de invulling van het toezicht nader uiteen.

[67] De operationele risico's en de daarvoor getroffen voorzieningen werden reeds behandeld in paragraaf 7.5.

Processen

Hieronder volgt een minimale lijst van activiteiten waarvoor processen moeten worden ingericht:

- Berekenen, monitoren, voorleggen van de staatsgarantiepremie en de statiegeld-premie aan de Staat, (zie paragraaf 7.4).
- Opstellen, monitoren en eventueel aanpassen van de RMBS criteria die worden gehanteerd.
- Bepalen, monitoren en eventueel aanpassen van de voorwaarden voor (toetredende) woningfinanciers.
- Periodiek rapporteren over de lopende transacties in de NHI en de actuele risico's die de Staat daarbij loopt.
- De jaarlijks op te stellen begroting van de NHI.
- Het jaarverslag van de NHI.
- Jaarplanning van het uitgifteprogramma, de omvang voor het komende jaar en meerjaren-planning.

Systemen en expertise

De NHI applicaties dienen uit veiligheidsoverwegingen te draaien op een beveiligde, dedicated ICT omgeving die voldoet aan de laatste eisen omtrent veiligheid. De directie van de NHI zal deze veiligheidsstandaarden en bijbehorende procedures opstellen en periodiek laten toetsen door externe ICT specialisten. Naleving van de procedures zal worden geaudit (evt. onder ISAE 3402). De NHI zal geen eigen software ontwikkelen maar gebruik maken van standaard in de markt beschikbare en bewezen software.

De belangrijkste applicaties die de NHI zal gebruiken zijn:

- Een standaard boekhoudapplicatie;
- Een electronic banking systeem;
- Een treasury management systeem om de vervalkalender en rentebetaaldagen van de NHO's en de onderliggende RMBS'en te bewaken en betaalopdrachten te genereren, met een onafhankelijke rapportage aan stakeholders en audit. Dit systeem zal tevens alle andere transactieverplichtingen die de NHI aangaat monitoren en daar (auditable) over rapporteren. Denk hierbij bijvoorbeeld aan de kasfaciliteit en rapportageverplichtingen onder de garantie.
- Een Bloomberg systeem o.a. ter bewaking van (rating) triggers, marktprijsinformatie, rentecurves.

De algemene IT procedures inzake toegang tot systemen en informatie zijn een voorwaarde voor een effectieve interne controle omgeving en dienen in detail te worden uitgewerkt en getoetst.

Een gerenommeerde administratieve dienstverlener, met ruime ervaring op het gebied van securitisaties zal in staat zijn alle administratieve en juridische processen effectief en efficiënt uit te voeren. Alle processen, systemen en procedures zijn binnen de Capital Markets afdeling van een dergelijke dienstverlener reeds geïnstitutionaliseerd en het profiel van medewerkers, academici, juristen, accountants sluit nauw aan bij de behoefte van de NHI. De NHI kan dan gebruik maken van een volwassen en bewezen organisatie met bijbehorende AO / IC zonder daarvoor de volledige (ontwikkel-)kosten te moeten dragen. Verder kan de inzet van medewerkers eenvoudig worden aangepast aan de aanwezige werkdruk en kunnen piekmomenten worden opgevangen.

8.1.2. Interne control omgeving

De belangrijkste processen / control objectives binnen de NHI zijn:

- Berekening en controle van de staatsgarantiepremie en de statiegeld-premie die de woning-financier betaalt aan de NHI. Zowel het ontwerp als de toetsing van het model waarmee de staatsgarantiepremie wordt berekend, kan worden uitbesteed aan een externe partij met inachtneming dat de ontwerpende partij niet dezelfde mag zijn als de toetsende partij;
- Opstellen jaarlijks budget van de NHI en omslaan naar de operationele premie ter dekking van de operationele kosten & rapportage daaromtrent;
- Het monitoren van het herfinancieringsrisico (verval kalender);
- Toetsing van binnenkomende RMBS'en op de daaraan gestelde criteria;
- Uitgiften van NHO's;
- Monitoren van de tijdigheid van coupon- en hoofdsombetalingen uit de RMBS'en;
- Liquiditeitsmanagement binnen de NHI (beheer van de buffers en indien nodig aantrekken van kasmiddelen);
- Betaalverkeer uitgaand, rente en aflossing op NHO's, garantiepremie, operationele kosten;
- Rapportage aan de Staat inzake de verpande zekerheden;
- Rapportage aan investeerders;
- Rapportage aan toezichthouder;
- Dagelijkse administratie;
- Opstellen jaarrekening, vaststellen jaarrekening en deponering bij de KvK;
- Opstellen fiscale aangiften;
- Voldoen aan wet en regelgeving;
- Voldoen aan interne compliance en procedures.

Het COSO-model[68] voor risicomanagement zal worden gebruikt voor de opzet van de interne organisatie. De directie van de NHI:

- is verantwoordelijk voor de operationele en financiële doelstellingen;
- is verantwoordelijk voor de operationele, business en integriteit risico's;
- zal daartoe afdoende procedures implementeren;
- zal een management informatie systeem ontwikkelen / implementeren;
- treedt corrigerend op daar waar nodig.

De NHI zal een drielagen controle systeem inbouwen om alle processen te borgen[69].

1. Binnen betreffende afdelingen zullen er procedures worden geïmplementeerd die afdwingen dat medewerkers niet anders kunnen dan procedures volgen (o.a. meer-ogen principe)
2. Er is een oversight functie door de directie
3. Een IAD die onafhankelijke controles uitvoert op de degelijkheid van procedures en de naleving daarvan. De IAD rapporteert aan de directie.

[68] Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.
[69] Welke deels vast personeel vergt in dienst van de NHI en deels uitbesteed kan worden zoals verder wordt toegelicht in paragraaf 8.3.

Specifieke risico's die procedureel moeten worden afgedekt voor de NHI zijn hebben betrekking op financiële of reputatieschade:

- doordat de NHI niet voldoet aan wet- of regelgeving
- doordat de NHI niet voldoet aan de aan gestelde kwaliteitseisen
- door moedwillige opzet binnen de NHI waardoor de belangen van de Staat, investeerders en / of woningfinanciers worden geschaad.

Deze vormen van schade kunnen optreden door:

- Het niet opmerken dat triggers in de onderliggende RMBS'en zijn geraakt,
- Het niet opmerken dat onderliggende activa niet toelaatbaar zijn,
- Foutieve of te late geld overboekingen,
- Foutieve of te late rapportages aan de Staat of investeerders,
- Foutief of te laat opmaken van de jaarrekening van de NHI,
- Nalatigheid van de directie in relatie tot de effectiviteit van de AO / IC.

Het beschrijven van de procedures en processen met betrekking tot bovengenoemde risico's en processen valt buiten de scope van dit rapport maar dient te worden opgepakt als de NHI verder gestalte krijgt en voordat zij haar eerste NHO's uitgeeft.

8.2. Rapportages

Deze paragraaf omschrijft de door de NHI te ontvangen en te genereren rapportages. Ook wordt stilgestaan bij de instrumenten die de NHI hiervoor tot haar beschikking moet hebben.

8.2.1. Te ontvangen rapportages: RMBS, status tegenpartij, welke investeerders

Om voldoende toe te kunnen zien op de risico's met betrekking tot de (kwaliteit van) de aangekochte RMBS obligaties alsmede informatie omtrent de uitstaande NHO's, zal de NHI moeten kunnen beschikken over onderstaande rapportages:

- Pre-Sale rapporten RMBS of New-Issue rapporten RMBS via Rating Agencies,
- Prospectus RMBS via woningfinancier,
- Data op leningniveau en stratificaties via woningfinancier.

De kwaliteit van de RMBS wordt gecontroleerd op basis van:

- **Portfolio & performance data:** Om inzicht te krijgen in de performance van de hypotheken die onder de aangekochte RMBS liggen heeft de NHI informatie nodig met betrekking tot de pool. Deze wordt maandelijks of driemaandelijks door de Issuer Administrator gepubliceerd. De RMBS obligaties dienen te voldoen aan een aantal minimum eisen, gebaseerd op de DSA- en PCS-standaarden (zie paragraaf 5.1). De templates van de DSA standaard zijn zeer gedetailleerd en bevatten in grote mate de voor de NHI relevante informatie.
- **Data op leningniveau:** Deze moeten door de woningfinanciers beschikbaar worden gesteld via het ECB Data Warehouse en via de DSA (zie de toelatingscriteria voor de RMBS'en in paragraaf 5.1)
- **Kasstromenmodel:** Om inzicht te krijgen in de verwachte kasstromen heeft de NHI toegang nodig tot een kasstromenmodel van de RMBS transactie. De verplichting tot het publiceren van een

dergelijk model is opgenomen in de RMBS criteria. De meeste woningfinanciers maken kasstroommodellen beschikbaar voor huidige transacties via Bloomberg.

- **Notes & Cash Rapport**: Per Note Payment Date van de RMBS moet de NHI data krijgen over de uitstaande notes en de betalingen op de Note Payment Date. Ook dit wordt als onderdeel van de DSA standaard op gedetailleerde wijze door de Issuer Administrator gepubliceerd.
- **Jaarrekening van de uitgever van de RMBS**

Rapportages omtrent de NHO (te ontvangen via dealers):

- Marktprijzen en handelsvolumes NHO's – Om overzicht te houden op de performance van de NHO's is het van belang dat de NHI overzicht heeft op de secundaire pricing en handelsvolumes van de NHO's. Deze data zijn beschikbaar via systemen zoals Bloomberg en direct via de Dealers op het NHI Programma.
- Overzichten investeerders – Voor uitgiftes kunnen door de Dealers overzichten gemaakt worden van de geografische spreiding van investeerders en de soorten instellingen.

8.2.2. Te genereren rapportages

De NHI zal periodiek diverse rapportages opleveren aan de Staat, de RvT, investeerders en/of woningfinanciers.

Marktrisico & tegenpartijrisico rapportage

Na een EoD van een woningfinancier staat de staatsgarantie op de NHO's bloot aan marktrisico's. Deze risico's zijn (1) renterisico en (2) vervroegd aflossingsrisico's die in het geval van een EoD van een woningfinancier kunnen leiden tot marktwaarde effecten. Het door de NHI op te leveren rapport geeft de Staat inzicht in de huidige marktwaarde en de potentiële marktwaarde effecten in een hoog rentescenario en een laag rentescenario. Het tegenpartijrisico wordt gerapporteerd op basis van de ratings van de woningfinanciers. Daarnaast worden trekkingen onder de kasfaciliteit en trekkingen onder de staatsgarantie gerapporteerd inclusief een gedetailleerde verantwoording met betrekking tot de redenen van de trekking.

Toelatingseisen rapport

De woningfinancier dient ervoor zorg te dragen dat gedurende de looptijd van de NHO's de RMBS obligaties aan de overeengekomen toelatingscriteria blijven voldoen. De NHI monitort of deze verplichting wordt nagekomen en rapporteert aan de RvT en de uitgiftecommissie. Indien de NHI constateert dat een RMBS obligatie niet aan de criteria voldoet, sommeert de NHI de betreffende woningfinancier om binnen een gestelde termijn aan de criteria te voldoen. Indien de betreffende woningfinancier geen uitzonderingsregeling kan verkrijgen van de hierboven genoemde partijen, kan de NHI aanvullende voorwaarden voorbereiden die aan de betrokken partijen worden voorgelegd. Eventueel kan de NHI bepalen dat de betreffende RMBS niet meer toegestaan is als onderpand en dient te worden teruggekocht door de betreffende woningfinancier. In het uiterste geval stelt de NHI vast dat er sprake is van een EoD.

Betalingenrapportage / vervalkalender

De NHI genereert periodiek een overzicht met de te betalen coupons op de NHO's en de te ontvangen coupons uit de RMBS'en. Daarnaast wordt een geaggregeerd overzicht gepubliceerd met

de te vervallen hoofdsommen van de NHO's en RMBS'en per maand/kwartaal/jaar. Dit rapport wordt verstrekt aan alle stakeholders.

Daarnaast stelt de NHI maandelijks een lijst met uitstaande NHO uitgiften op. Deze lijst zal tevens op de website van de NHI beschikbaar zijn en bevat ten minste de volgende gegevens:

- Uitgiftenummer,
- Uitgiftedatum,
- Vervaldatum,
- Betaalfrequentie,
- Originele hoofdsom,
- Uitstaande hoofdsom,
- ISIN,
- Onderliggende RMBS'en.

NHO emissie kalender

De uitgiftecommissie van de NHI publiceert periodiek een emissiekalender met vooraf vastgestelde uitgiftedata en beoogde looptijden. Dit stelt de woningfinancier in staat de RMBS obligatie tijdig te structureren. Dit rapport is publiek en wordt op de website van de NHI gepubliceerd.

Rapportage operationele kosten en operationele premie

De NHI verstrekt periodiek (maar ten minste jaarlijks) een gedetailleerde kostenverantwoording. Het rapport bevat tenminste de verantwoording van de uren (van de directie) en de uitgaven (o.a. financiering gerelateerde uitgaven, gemaakte huisvestingskosten, rapportage/monitoringsuitgaven, IT uitgaven, gemaakte kosten m.b.t. Investor Relations) en een gedetailleerde verantwoording van de operationele premies en de (voorgestelde) veranderingen daarin. Dit rapport wordt verstrekt aan de Staat en de woningfinanciers.

Jaarrekening

Het Bestuur van de NHI stelt jaarlijks binnen 5 maanden na afloop van het boekjaar een jaarrekening op. De RvT keurt de jaarrekening goed, waarna de NHI overgaat tot openbaarmaking.

8.2.3. Instrumenten

Model ten behoeve van vaststelling Staatsgarantiepremie

De staatsgarantiepremie die de woningfinancier aan de NHI afdraagt dient ten minste jaarlijks opnieuw te worden vastgesteld.[70] Tevens dient de opslag op basis waarvan hier de statiegeld-premie van wordt afgeleid jaarlijks te worden overwogen. De beide premies worden bepaald aan de hand van de methodiek zoals beschreven in paragraaf 7.4. Op basis van deze methodiek adviseert de NHI (na goedkeuring van de RvT) de Staat over het al dan niet aanpassen van de staatsgarantiepremie en / of de opslag. Er dient vooraf een escalatieprocedure overeengekomen te worden voor het geval dat de RvT en / of de Staat deze berekeningen niet goedkeuren. De Staat stelt de staatsgarantiepremie uiteindelijk vast.

[70] Ook gedurende het jaar kan de staatsgarantiepremie worden bijgesteld volgens de beschreven procedure en met behulp van de beschreven modelmatige techniek als dat door belangrijke veranderingen in de financieel-economische omgeving nodig lijkt.

Model ten behoeve van vaststelling extra onderpandseis in de RMBS structuur
Voorafgaand aan de uitgifte van de NHO's dient de minimale omvang van het extra onderpand in de aan de NHI over te dragen RMBS'en te worden vastgesteld. De vaststelling van de extra onderpandseis wordt bepaald aan de hand van het risicomodel zoals beschreven in paragraaf 7.3.

8.3. Personele bezetting en huisvesting

8.3.1. Personele bezetting

De dagelijkse gang van zaken binnen de NHI dient te worden geleid door een bestuur. De benoeming en ruwe rolverdeling hiervan wordt beschreven in paragraaf 4.2. De belangrijkste taak van de directie van de NHI is stakeholder management. Ten minste de CEO zal daarom een stabiele factor moeten zijn, om deze relaties effectief te kunnen opbouwen. Het is derhalve niet wenselijk deze rol uit te besteden aan een dienstverlener of in te vullen op tijdelijke detacheringsbasis. Het bestuur wordt bijgestaan door een secretariaat. Rapportage en administratieve werkzaamheden worden uitbesteed.

Een zeer zichtbare taak van de NHI betreft de communicatie en Investor Relations activiteiten. Hiermee is naar schatting ongeveer een volledige dagtaak gemoeid. Het gaat dan om het maken en bijhouden van presentatiemateriaal, Q&As etc., het bijwonen van conferenties, de dagelijkse contacten met pers, investeerders en andere geïnteresseerden en het organiseren en uitvoeren van roadshows, conference calls en relatiebeheer van de rating agencies. Tegelijkertijd moet deze functie permanent beschikbaar zijn om vragen te beantwoorden, zodat feitelijk minimaal 2 personen deze taken moeten kunnen vervullen. Sommige specifieke vaardigheden kunnen wel weer bij een van beiden worden geconcentreerd. Tegelijkertijd zal de werkdruk van dit takenpakket sterk wisselend zijn. In de aanloopfase tot en met de roadshows voor de eerste uitgifte van NHO's zal er veel werk zijn. Wanneer de NHI eenmaal een gevestigd begrip in de markt is geworden, zal de werkdruk –los van periodes rondom (jaarlijkse) roadshows– normaliter afnemen. Op structurele basis zal er aanvullend ongeveer 0,2 fte met relevante kennis van website beheer nodig zijn om de website up-to-date te houden.

Uit te besteden taken
Om de NHI flexibel te houden zullen zo veel mogelijk van de onder 8.1 genoemde activiteiten worden uitbesteed, met de kanttekening dat afhankelijk van de meest optimale inrichting het wenselijk kan zijn een aantal kerntaken binnen de NHI te beleggen (zoals de uitgiftebeslissingen, uitzonderlijke cash management besluiten en het risicomanagement). De NHI zal alleen diensten uitbesteden aan gerenommeerde en door de markt erkende partijen. Deze partijen moeten voldoen aan kwaliteitseisen en zullen periodiek opnieuw worden getoetst. Tevens zal er periodiek worden gekeken of het uitbesteden van diensten nog altijd de beste keuze is.

Wanneer voor elke NHO de rente- en herfinancieringsrisico's in kaart gebracht dienen te worden (in het kader van de optimalisatie van het vereiste extra onderpand in de RMBS structuur), staat de CFRO opgesteld om dit inhoudelijk sturing te geven. De CFRO dient de (mogelijk uitbestede) analyses te begrijpen en de consequenties van keuzes te kunnen communiceren naar de belanghebbenden.

Voor wat betreft de communicatie en Investor Relations activiteiten is het niet wenselijk om deze taken volledig uit te besteden; deze liggen te zeer tegen de kern van het bestaan van de NHI aan. Wel kan er invulling aan deze rollen worden gegeven via (een mix van):

- gecombineerde functies met de NLII;
- gedeeltelijke uitbesteding naar gerelateerde partijen (NVB, VvV, DSA, etc.);
- gedeeltelijke uitbesteding naar derden met voldoende achtergrondkennis van de materie.

Bij uitbesteding moet de kwaliteit van de dienstverlening (snel en zorgvuldig reageren op vragen en nieuwe feiten, zorgvuldig beheer van de website etc.) goed bewaakt worden.

8.3.2. Huisvesting

De NHI zal bij voorkeur kantoor houden op een eigen plek, aangezien voorzien is dat de NHI ook een eigen directie zal hebben. Te overwegen valt of de NHI kantoorruimte zal huren in hetzelfde gebouw als de dienstverlener aan wie de operationele processen van de NHI worden uit besteed (zie paragraaf 8.1.1). Voordeel hiervan zou zijn dat de NHI gebruik kan maken van de infrastructuur van de dienstverlener. Denk hierbij onder andere aan legal & accounting en IT ondersteuning, secretariaat, personeelszaken, internal audit & compliance alsmede back-up en business continuity planning van cruciale functies. Hiermee worden kostenbesparingen en flexibiliteit bereikt ten opzichte van de optie om deze diensten zelf te organiseren en mensen in dienst te nemen van de NHI.

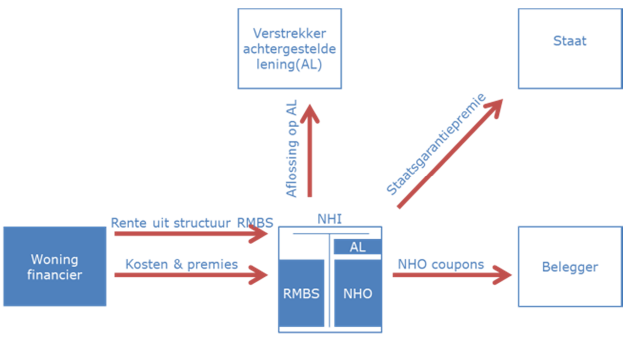
8.4. Kosteninfrastructuur

In deze paragraaf worden allereerst de generieke geldstromen behandeld, welke vervolgens worden toegespitst op de RMBS gerelateerde kasstromen, de operationele kasstromen, de garantiepremies en de tijdelijke-kasfaciliteit. In deze context wordt tevens het betalingsverkeer behandeld en hoe het buffervermogen wordt opgebouwd door een achtergestelde lening met de bijkomende kosten. De paragraaf eindigt met een begroting en jaarrekening van de NHI en een projectie van de balans.

8.4.1. Beschrijving geldstromen

Gedurende de normale bedrijfsvoering krijgt de NHI te maken met een aantal geldstromen. Deze zijn in figuur 8.1 weergegeven door de rode pijlen.

Figuur 8.1. Schematische weergave geldstromen Going Concern



De belangrijkste te onderscheiden geldstromen zijn:

- **NHO-RMBS gerelateerde geldstromen:** Bestaande uit hoofdsom en coupon op de RMBS en NHO

- **Tijdelijke-kasfaciliteit**: Bedoeld om de NHO tijdig te betalen in geval van kasstroom mismatches als gevolg van een niet-tijdige betaling van de RMBS
- **Operationele geldstromen:** Bestaande uit de ontvangen operationele premie (vast en variabel) en de uitgaven gerelateerd aan de bedrijfsvoering en de risico's die daarmee gelopen worden. Denk hierbij aan kosten voor huisvesting, personeel en IT.
- **Garantiepremies:** Voor wat betreft de staatsgarantiepremie bestaat dit uit betalingen van de woningfinanciers aan de NHI en betalingen van de NHI aan de Staat. Voor wat betreft de statiegeld-premie bestaat dit uit betalingen van de woningfinanciers aan de NHI en terugbetaling aan de woningfinancier door de NHI bij einde looptijd NHO en terugkoop RMBS indien er zich geen EoD heeft voorgedaan bij een van de deelnemers.
- **Betalingsverkeer:** Eventueel terugbetalen van het verschil van de RMBS- rente en de rente op de NHO's en verrekening van het agio/disagio met de woningfinancier.

Om operationeel risico bij de NHI te minimaliseren wordt gewerkt met gescheiden bankrekeningen voor de verschillende geldstromen die hierboven worden genoemd. Hieronder wordt voor elk van de type geldstromen weergegeven hoe deze er tijdens de normale bedrijfsvoering uit zal zien. De bovenstaande geldstromen worden stuk voor stuk in de onderstaande deelhoofdstukken besproken.

Om de monitoring, rapportage en geldstroom gerelateerde taken naar behoren uit te voeren, moet de NHI kosten maken, waarvoor een bepaalde mate van werkkapitaal aangehouden dient te worden. Daarnaast houdt de NHI operationeel buffervermogen aan om onverwachte operationele kosten af te dekken. Omdat de operationele buffer bij aanvang van de NHI reeds beschikbaar moet zijn, wordt deze in eerste instantie verstrekt middels een achtergestelde lening. Deze lening zal op termijn worden afgelost en gelijktijdig vervangen door een voorziening die wordt meegenomen in de operationele premie. Werkkapitaal noch operationele buffer zijn bedoeld om een EoD van een woningfinancier te dekken. Voor dit laatste dienen de daarvoor gestelde zekerheden en het statiegeld-kapitaal (zie paragraaf 7.1).

NHO-RMBS gerelateerde kasstromen

Voor de aan de NHO en RMBS gerelateerde geldstromen zal de NHI een account moeten aanhouden bij een clearing bank ('Euroclear/ Clearstream account'). Er is een viertal NHO en RMBS gerelateerde geldstromen te onderscheiden:

- **Settlement NHO en aankoop RMBS:** Deze geldstromen vinden uitsluitend plaats op de dag van settlement van een nieuwe NHO of tap (verhoging) van een bestaande NHO. De NHI ontvangt via de clearing bank van de dealers de hoofdsommen van de NHO. Dit zal in de ochtend of begin van de middag gebeuren. Daardoor kan de NHI dezelfde dag de RMBS obligaties aankopen van de woningfinanciers voor hetzelfde bedrag. Voor de betalingen zullen twee dagen van tevoren van beide kanten betalingsinstructies worden ingelegd. Deze betalingsinstructies worden gematched om settlement risico's te minimaliseren. Deze instructies zullen worden vrijgegeven op de dag van settlement zodra aan alle opschortende voorwaarden is voldaan.
- **Aflossing NHO en aflossing / verkoop RMBS**: De NHO en RMBS dienen op dezelfde dag af te lossen. Om die reden is de RMBS gestructureerd met een optional redemption date gelijk aan de aflosdatum van de NHO. De NHI ontvangt de gelden via een van de volgende bronnen:
    - o indien alles loopt zoals voorzien zal de woningfinancier via de issuer de RMBS aflossen en zal de NHI dit bedrag ontvangen op haar account bij de clearing bank,

- o indien de issuer door een onvoorziene situatie niet in staat is de RMBS af te lossen, verkoopt de NHI de RMBS direct aan de desbetreffende woningfinancier. De NHI ontleent dit recht aan de terugkoopverplichting die de woningfinancier heeft jegens de NHI,
- o in geval van een EoD van de woningfinancier kan deze niet meer aan de terugkoopverplichting voldoen. De situatie wordt verder afgehandeld zoals beschreven in paragraaf 7.1.

Meerdere RMBS'en zullen gelinkt zijn aan een af te lossen NHO. De NHI dient alle hoofdsombedragen tijdig te ontvangen om de NHO af te kunnen lossen. De NHI dient de betalingen dan ook in de ochtend of vroeg in de middag te ontvangen. Voor de betalingen zullen twee dagen van tevoren van beide kanten betalingsinstructies worden ingelegd en gematched om het settlement risico te minimaliseren. In een uitzonderlijk scenario kan het voorkomen dat een van de RMBS'en te laat betaalt en de NHI dus niet voldoende middelen heeft om de NHO af te lossen. Een NHO kan enkel in zijn geheel worden afgelost. Het niet tijdig aflossen van een NHO is geen event of default onder het NHO programma, wel zal een boeterente verschuldigd zijn aan de investeerders.

- **Rentebetalingen:** Jaarlijks zullen rentebetalingen plaatsvinden. De RMBS'en en bijbehorende NHO's zullen op dezelfde dag rente uitbetalen. Voor deze betalingen gelden dezelfde overwegingen als hierboven beschreven in relatie tot de aflossing NHO en aflossing / verkoop RMBS. De woningfinanciers zorgen ervoor dat de rente van de RMBS altijd ten minste gelijk is aan die van de NHO. De NHI zal dezelfde dag ook een betaling aan de woningfinancier doen ter grootte van de teveel betaalde rente op de RMBS.
- **Tijdelijke kasfaciliteit voor operationele verstoringen**:. Als door operationele problemen één of meerdere RMBS'en niet tijdig coupons of hoofdsom aan de NHI uitbetalen trekt de NHI voor de betaling van coupons of hoofdsommen op de NHO's –na eerst een beroep te hebben gedaan op het aanwezige statiegeld-kapitaal en een deel van de operationele buffer– liquiditeit aan in de markt. Daarvoor worden (niet-gecommitteerde) kredietlijnen met banken afgesloten (zie paragraaf 7.5.2).

Op dagen dat er geen betalingen plaatsvinden, zal het saldo op de account bij de clearingbank dus altijd nul zijn.

Operationele geldstromen

De NHI krijgt twee soorten operationele premie binnen van de woningfinanciers. Bij uitgifte van een RMBS wordt jaarlijks vooraf een vaste premie betaald. Daarnaast wordt jaarlijks vooraf een variabele premie betaald die afhankelijk is van de omvang van alle door de specifieke woningfinancier verkochte RMBS. Deze betalingen zullen separaat lopen van de RMBS gerelateerde geldstromen en direct door de woningfinancier worden betaald op een specifieke rekening ('betaalrekening') van de NHI. De betaalrekening zal door de NHI gebruikt worden om alle lopende zaken te betalen. Doordat de provisies vooraf betaald worden zal het saldo (het werkkapitaal) voldoende zijn om de lopende kosten gedurende een jaar te dekken. Indien door onvoorziene uitgaven de kosten toch hoger uitvallen dan verwacht, zal ter dekking gebruikt gemaakt moeten worden van de operationele buffer die initieel middels een achtergestelde lening is verstrekt. De operationele buffer kan het jaar daarna weer worden aangevuld door de variabele premie te verhogen.

De totale operationele premie (vast en variabel) wordt momenteel ingeschat op 10 basispunten per jaar van de hoofdsom bij een NHO-uitgifte van €4 miljard. Deze zal in de daarop volgende jaren geleidelijk dalen tot ongeveer 5 basispunten vanaf jaar 5. Zie hoofdstuk 8.4.2 voor een gedetailleerde beschrijving van kosten bij verschillende volumes.

Variabele vergoeding:
- Deze zal jaarlijks vooraf geïnd worden om het tegenpartijrisico te minimaliseren.
- Overwogen dient te worden om de premie te voorzien van een cap om toch gedurende de looptijd van de RMBS flexibiliteit te hebben. De provisie wordt jaarlijks berekend o.b.v. alle uitstaande RMBS'en in dat jaar, rekening houdende met verwachte aflossingen gedurende het jaar.
- Ondanks dat de geprognotiseerde operationele kosten realistisch moeten zijn, dienen deze ook ruim ingeschat te worden om er zeker van te zijn dat onder normale omstandigheden niet zal worden ingeteerd op de operationele buffer. De variabele operationele kosten dienen in een later stadium nader bepaald te worden.
- Er zal een voldoende marge tussen de provisie en de geprognotiseerde operationele kosten moeten zitten om (onvoorziene) tekorten te dekken die resulteren uit operationele risico's bij de NHI, terwijl de RMBS wel tijdig betaalt (zoals systeem- en menselijke risico's). Dit is een mogelijk permanent tekort dat opgevangen dient te worden door voldoende operationele buffer en is groter naarmate de omvang van de NHO's groeit. Met betrekking tot niet-tijdige rentebetalingen en ervan uitgaande dat deze betalingen al dan niet over het weekend worden getild, zal een bandbreedte bepaald moeten worden welke jaarlijks zal variëren. Daar de dagrente (hier relevant daar dit bedrag enkel voor korte termijn gefinancierd dient te worden) varieert, dient deze variabiliteit meegenomen te worden in de variabele premie. De kosten voor de niet-tijdige rente- en hoofdsombetaling worden geschat op ongeveer 1 basispunt van de uitstaande hoofdsom van de NHO per niet tijdig betaalde dag.
- Indien achteraf blijkt dat de NHI gelden overhoudt/tekort komt, zal dit terecht komen bij / opgevangen worden uit het eigen vermogen, vervolgens zal voor een komend jaar de variabele provisie kunnen worden aangepast.

Vaste premie:
- Het betreft hier de vaste kosten die gemoeid zijn met de operatie en afhangen van het aantal RMBS'en, denk aan ICT en overige investeringen.
- Deze zal jaarlijks vooraf per RMBS betaald worden om het tegenpartijrisico op de woningfinancier te minimaliseren.
- Deze vaste premie dient in een later stadium nader te worden gespecificeerd.

Het risico tussen gebudgetteerde en daadwerkelijke kosten worden elk jaar herijkt. Daardoor is het risico hiervan minimaal en is het derhalve niet nodig om een buffer van meer dan 1 maal de geschatte jaarlijkse operationele kosten aan te houden.

Bij aanvang van de NHI zal een initieel buffervermogen reeds aanwezig moeten zijn; alleen al door de opstartkosten ontstaat er immers naar verwachting direct een mismatch tussen inkomsten en uitgaven. Het buffervermogen zal in eerste instantie dan ook door de betrokken marktpartijen gestort moeten worden, in de vorm van achtergestelde leningen. Via een (extra) opslag op de premie

zullen deze achtergestelde leningen binnen 10 jaar terugbetaald kunnen worden. Concluderend zal de premie derhalve de volgende punten behelzen:

- Totale kosten:
  - Variabele en vaste premie voor operationele kosten: deze worden geschat op 9,2 basispunten van de hoofdsom, er van uitgaande dat het uitgifte volume in jaar 1 niet minder is dan €4 miljard.
  - De premie dient op een later tijdstip nog verder uitgewerkt te worden in enerzijds een vaste provisie als percentage van de hoofdsom en anderzijds als vast bedrag per RMBS.
- Een opslag om additionele kosten die gemoeid gaan met operationele events af te dekken van
  - 0,5 basispunt van de hoofdsom voor hoofdsomrisico (vanaf jaar 5 waarop verondersteld wordt dat een bepaald doelvolume bereikt is)
  - 0,1 basispunt van de hoofdsom voor renterisico

Garantiepremies

De staatsgarantiepremie wordt eenmalig vooraf door de woningfinancier aan de NHI overgemaakt middels een separate betaling naar een separate bankrekening ('staatsgarantierekening'). De NHI zal de staatsgarantiepremie na ontvangst direct overmaken aan de Staat. De staatsgarantierekening zal daarna weer leeg zijn. Door gebruik te maken van een separate Staatsgarantierekening voor deze geldstromen kunnen de Staatsgarantiepremies makkelijk van andere betalingen worden gescheiden.

De statiegeld-premie wordt eveneens eenmalig vooraf door de woningfinancier aan de NHI overgemaakt middels een separate betaling naar een separate bankrekening ('statiegeldrekening'). Het saldo op deze rekening (het statiegeld-kapitaal) wordt door de NHI beheerd. Hiervoor geldt dat uiterst prudent beleggingsbeleid moet worden toegepast en dat de middelen enkel in zeer liquide beleggingen mogen worden ondergebracht zonder blootstelling aan renterisico; ze dienen immers direct voorhanden te zijn als de situaties voordoen waarvoor deze buffer ingezet dient te worden (zie paragraaf 7.1).

Betalingsverkeer

Om operationeel risico van de NHI te minimaliseren wordt voorgesteld om te werken met gescheiden kasstromen voor de verschillende doeleinden. Daarvoor dient de NHI meerdere gescheiden bankrekeningen aan te houden.

Het staat de NHI vrij om een bankrekening te openen bij een bank naar keuze, mits deze bank over een gedegen digitale infrastructuur beschikt om de betalingen tijdig uit te voeren en voldoende kredietwaardig is. De NHI kan verschillende banken een offerte laten uitbrengen voor de functie van account bank. Zoals eerder in het rapport beschreven worden alle rekeningen verpand aan de Nederlandse Staat.

Daarnaast zal voor het ontvangen van de RMBS obligaties, de rente daarop, het uitgeven van de NHO's en betalen van de rente een account nodig zijn bij Euroclear/Clearstream (zie ook paragraaf 8.4.1.).

Daarnaast dient een agio/disagio voorkomen te worden daar de NHI als kasstelsel beheerd zal worden. Dat betekent dat de coupons van de RMBS en de NHO op elkaar dienen aan te sluiten. Dit wordt als volgt bewerkstelligd:

- Om agio/disagio te mitigeren, zal halfjaarlijks een NHO emissiekalender met vooraf vastgestelde coupons en looptijden opgesteld worden. De RMBS kan dan vooraf gestructureerd worden en eventueel nog door de woningfinancier op eigen boek gehouden worden. Op moment van emitteren is dan de koers gelijk aan die van de NHO. De NHO wordt boven of onder pari geëmitteerd (doordat de coupon al 3 tot 6 maanden eerder vastgesteld is), terwijl de hypotheken nominaal blijven (doordat de RMBS structuur meegeconsolideerd blijft en de RMBS op marktprijs als externe schuldtitel geboekt wordt).
- Vanuit praktisch oogpunt zouden de coupons bij de eerste emissie(s) bijvoorbeeld 2 weken vooraf bepaald kunnen worden. Hierdoor zal de spread (c.q. de swap) niet veel verschillen en zal er daardoor weinig impact op de rating zijn.

Achtergestelde lening

De NHI heeft werkkapitaal nodig en een operationele buffer om operationeel risico op te vangen en om eventuele tegenvallers in de begroting te verwerken. Deze buffer dient op dag één aanwezig te zijn. Het werkkapitaal dient deels al voorafgaand aan de oprichting beschikbaar te zijn om opstartkosten te financieren. Beide zullen in eerste instantie middels een achtergestelde lening worden verstrekt. Omdat dit een risicovolle positie is, zullen er aanzienlijke rentekosten verbonden zijn aan deze lening. Het is daarom aan te bevelen deze leningen over tijd te vervangen door andere financiering. Er is in de kostenberekening rekening gehouden met een voorziening voor het vervangen van de achtergestelde lening door eigen middelen.

De hoogte van de achtergestelde lening is in het kostenoverzicht gezet op €10 miljoen als buffer voor operationele risico's en 2,8 miljoen voor financiering van opstartkosten. De opstartkosten kunnen in een later stadium nog wijzigen. In het kostenoverzicht wordt indicatief gerekend met een rente van 7% op de achtergestelde lening. Deze is iets hoger gekozen dan de rente die in de markt door banken wordt betaald voor hybride kapitaal. De daadwerkelijke rente die op de achtergestelde lening betaald zal moeten worden, zal afhankelijk zijn van het risico dat daadwerkelijk door de verstrekker van het achtergesteld vermogen gelopen gaat worden.

Vanaf jaar 3 wordt er als deel van de operationele provisie ook een voorziening meegenomen om uit eigen middelen een operationele buffer op te bouwen. Er is voor gekozen hier nog niet in jaar 1 mee te beginnen omdat de overige kosten in jaar 1 en 2 aanzienlijk hoger zijn. In het kostenoverzicht is de operationele buffer van op termijn €10 miljoen meegenomen (identiek aan de achtergestelde lening op dag 1).

De achtergestelde lening wordt in de projectie tussen jaar 3 en jaar 10 lineair terugbetaald. In een later stadium moeten deze condities definitief bepaald worden. Het aflossingstempo is mede afhankelijk van de hoogte van de achtergestelde lening en kan veranderen als DNB als toezichthouder andere eisen stelt aan de kapitalisatie van de NHI. Gegeven het karakter van de lening –er moet op deze vorm van kapitaal kunnen worden ingeteerd– zal slechts dan tot aflossing van (een deel van) de achtergestelde lening worden besloten, indien de NHI voldoende middelen beschikbaar heeft om dit te doen. Hetzelfde geldt voor de betaling van de coupon op deze lening. Zie hoofdstuk 8.4.2 voor een projectie van de balans de eerste 10 jaar, met daarin de projectie van de bufferontwikkelingen.

Daarnaast wordt er vanuit gegaan dat er geen fiscaal belastbare winst gemaakt wordt en dus geen vennootschapsbelasting verschuldigd is. Hierdoor kunnen de kasstromen die ten gunste komen aan de NHI gebruikt worden om de achtergestelde lening af te lossen dan wel terug te storten aan de participerende woningfinanciers.

Tabel 8.1. Projectie van de operationele kosten van de NHI

Operationele Kosten NHI	opstart kosten	Jaargang 1	2	3	4	5	…	10
in EUR 1000								
Structuring + Legal costs	1000	500	500	500	500	500		500
Rating kosten (2 agencies)	250	300	300	300	300	300		300
Euroclear		100	200	200	200	200		200
Listing		25	25	25	25	25		25
Totaal financiering gerelateerde kosten	**1250**	**925**	**1025**	**1025**	**1025**	**1025**		**1025**
Executive Directors		450	450	450	450	450		450
Non-executive directors		60	60	60	60	60		60
CoSec+Assistant		100	100	100	100	100		100
Totaal Directie en Staff	**0**	**610**	**610**	**610**	**610**	**610**		**610**
Cash bond admin		250	500	500	500	500		500
Monitoring and reporting naar overheid	800	500	500	500	500	500		500
Reporting naar overige stakeholders		250	500	500	500	500		500
Totaal Monitoring and Reporting	**800**	**1000**	**1500**	**1500**	**1500**	**1500**		**1500**
Huisvestingskosten		50	50	50	50	50		50
Kantoor kosten		10	10	10	10	10		10
Totaal huisvesting en gerelateerde kosten	**0**	**60**	**60**	**60**	**60**	**60**		**60**
Marketing kosten	100	20	20	20	20	20		20
Reiskosten		30	30	30	30	30		30
Overige investor relations gerelateerde kosten		10	10	10	10	10		10
Totaal Investor Relations kosten	**100**	**60**	**60**	**60**	**60**	**60**		**60**
Hardware		20	20	20	20	20		20
Softwere / Data Vendors		50	50	50	50	50		50
Totaal IT and Data Vendors expenses	**0**	**70**	**70**	**70**	**70**	**70**		**70**
Post and communications		5	5	5	5	5		5
Audit fees NHI		100	100	100	100	100		100
ISAE 3402 certification	200	100	100	100	100	100		100
Legal fees NHI		20	20	20	20	20		20
Tax fees NHI		20	20	20	20	20		20
Consulting fees		20	20	20	20	20		20
Other fees		20	20	20	20	20		20
Totaal Professional fees NHI	**200**	**285**	**285**	**285**	**285**	**285**		**285**
Rente op achtergestelde lening (7%)	**0**	**0**	**0**	**2790**	**698**	**598**		**283**
Kosten Verzekering		**[tbd]**	**[tbd]**	**[tbd]**	**[tbd]**	**[tbd]**		**[tbd]**
TOTAAL OPERATIONELE KOSTEN (ex btw)	**2350**	**3360**	**3960**	**6750**	**4658**	**4558**		**4243**
BTW (aaname: helft kosten BTW plichtig)	470	336	396	675	466	456		424
TOTAAL OPERATIONELE KOSTEN (Incl btw)	**2820**	**3696**	**4356**	**7425**	**5124**	**5014**		**4668**
Indexatie (2%)	2820	3696	4443	7725	5437	5427		5578

8.4.2. Begroting en jaarrekening

Deze paragraaf bevat een schatting van begroting en balans. Deze zijn puur illustratief en dienen uitsluitend om een ruwe inschatting te geven van de mogelijke kosten. De begroting is gebaseerd op beredeneerde schattingen en waar mogelijk een expert opinion. De cijfers geven dus geen daadwerkelijke quotes of kostenopgaven van de relevante partijen weer. Ook kunnen veranderingen in de taken en verantwoordelijkheden van de NHI verregaande gevolgen hebben voor de kosten.[71]

[71] Indien de NHI meer verantwoordelijkheden krijgt dan hierboven beschreven (bijvoorbeeld indien de NHI de uitponding van een woningfinancier gaat afhandelen) heeft dit gevolgen voor de kostenstructuur van de NHI. In die situatie zal een nieuwe kostenschatting gemaakt moeten worden en is de onderstaande begroting niet meer representatief. Aangezien de NHI jaarlijks de mogelijkheid heeft om de premie voor operationele kosten aan te passen, betreft het hier overigens enkel het risico van te hoge kosten binnen het betreffende jaar.

Deze begroting kan daardoor dus verregaand afwijken van de kosten die de NHI in de toekomst zal gaan maken. De paragraaf dient met bovenstaande in het achterhoofd gelezen te worden.

Voor de kostenberekeningen is een basisscenario gebruikt waarin per jaar €4 miljard aan NHO's wordt geëmitteerd met een gemiddelde looptijd van 5 jaar (zie tabel 8.1). De eerste 5 jaar zal de omvang van de NHI dus toenemen. Daarna wordt deze voor een conservatieve inschatting van de relatieve kostendruk constant gehouden op €20 miljard.

In de begroting zijn met betrekking tot de communicatie en Investor Relations activiteiten out of pocket kosten (exclusief de personele kosten) niet meegenomen van ca. €30.000,- per jaar voor reiskosten. Roadshowkosten zijn onderdeel van de placement fees. De kosten van het ontwerpen, bouwen, testen en opleveren van een website zullen eenmalig €100.000,- bedragen. De jaarlijkse hostingkosten zijn vervolgens beperkt (naar schatting € 5.000,-).

Tabel 8.2 geeft op basis van €4 miljard uitgifte per jaar met een gemiddelde looptijd van 5 jaar (het basisscenario) een inschatting van de totale kosten van de NHI in procenten van de hoofdsommen. Hierin is meegenomen:

- Operationele kosten zoals op de vorige pagina bepaald. Deze worden geïndexeerd met 2% per jaar.
- Opbouw van een buffer middels een voorziening vanaf jaar 3. Hierdoor kan de achtergestelde lening worden afgelost en worden op termijn kostenvoordelen behaald.
- Een premium van 0,6 basispunt voor operationele verliezen.

Een groot deel van de operationele kosten bestaat uit personeelskosten, kosten voor het maken van rapportages voor stakeholders, het ontwikkelen van een model en professionele diensten. Aangezien deze slechts beperkt verband houden met het aantal en het volume van uitstaande RMBS'en, zijn deze sterk afhankelijk van de omvang van de NHI. De relatieve kosten nemen derhalve af naarmate de omvang van de NHI toeneemt.

Tabel 8.2. Projectie van de operationele kosten ten opzichte van het NHO-volume

Jaar	opstart kosten	Jaargang 1	2	3	4	5	…	10
Nieuwe uitgave NHO (in mld EUR)	0,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0		4,0
Aflossing NHOs		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		-4,0
Uitstaand volume NHO ultimo jaar	0,0	4,0	8,0	12,0	16,0	20,0		20,0
Operationele kosten (in 1000 EUR)	2820	3696	4443	7725	5437	5427		5578
Aflossing AL opstartkosten (in 1000 EUR)	-2820	0	313	313	313	313		313
Aflossing AL kapitaalsbuffer (in 1000 EUR)	0	0	1111	1111	1111	1111		1111
Kosten per uitstaand volume		0,092%	0,091%	0,088%	0,052%	0,041%		0,042%
Operationeel risico hoofdsom		0,000%	0,000%	0,008%	0,006%	0,005%		0,005%
Operationeel risico rente		0,001%	0,001%	0,001%	0,001%	0,001%		0,001%
Totaal (zonder placement kosten)	**0,00%**	**0,09%**	**0,09%**	**0,10%**	**0,06%**	**0,05%**		**0,05%**
Placement kosten	**0,20%**	**0,20%**	**0,20%**	**0,20%**	**0,20%**	**0,20%**		**0,00%**
Totaal (met placement kosten)	**0,20%**	**0,29%**	**0,29%**	**0,30%**	**0,26%**	**0,25%**		**0,05%**

Noot: Placement fees worden verondersteld slechts over de eerste 5 jaar betaald te worden.

Indien er in een jaar minder gebruik wordt gemaakt van de NHI dan vooraf voorzien kan het, ondanks dat de premie conservatief wordt ingeschat, voorkomen dat de NHI een deel van de operationele kosten moet betalen uit haar operationele buffer. Dit kan ten laste gaan van de coupon en vervolgens van de hoofdsom van de achtergestelde leningen die bij oprichting aan de NHI verstrekt zijn (zie paragraaf 8.4.1). Het jaar daarop zal de operationele premie voor de woningfinanciers worden verhoogd en zo mogelijk worden in de jaren daarna de hoofdsom en de niet betaalde coupons alsnog voldaan. Om te voorkomen dat de operationele premie dusdanig hoog wordt dat er geen financieringsvoordelen meer zijn voor woningfinanciers is het belangrijk dat de woningfinanciers jaar op jaar substantieel gebruik blijven maken van financiering via de NHI.

Ook is het belangrijk op te merken dat de operationele kosten in de opstartfase substantieel hoger zullen zijn dan na een aantal jaren van uitgiftes. Dit zal de financieringsvoordelen die met de NHI te behalen zijn in die eerste jaren beperken. Voor een detailoverzicht van het verband tussen volume en kosten zie tabel 8.3. In het basisscenario bedragen de kosten in jaar 1 (exclusief placement fees) 10 basispunten van de uitgegeven hoofdsom. Deze kosten dalen aanzienlijk in de navolgende jaren, tot 5 basispunten in jaar 5 wanneer een NHO-volume van €20 miljard is opgebouwd. De relatieve kostendaling vloeit voort uit enerzijds de schaalvoordelen van het grotere NHO-volume waarover de grotendeel vaste kosten worden uitgesmeerd en anderzijds het feit dat een aantal eenmalige kosten (met name de ontwikkeling van de instrumenten uit hoofdstuk 8.2) wegvalt. Dit houdt dit in dat de operationele kostendruk op het potentiële financieringsvoordeel dat de NHI biedt, na een aantal jaren sterk terugvalt.

Tabel 8.3. Gevoeligheidsanalyse operationele kosten

		Jaargang 1	2	3	4	5	…	10
Jaarlijkse NHO-uitgifte	**1**	0,37%	0,37%	0,39%	0,24%	0,19%		0,19%
(€ mrd)	**2**	0,19%	0,18%	0,19%	0,12%	0,09%		0,10%
	3	0,12%	0,12%	0,13%	0,08%	0,06%		0,06%
	4	**0,09%**	**0,09%**	**0,10%**	**0,06%**	**0,05%**		**0,05%**
	5	0,07%	0,07%	0,08%	0,05%	0,04%		0,04%

Projectie balans

Hieronder is een projectie van de balans weergegeven, gebaseerd op het basisscenario en het terugbetalen van de achtergestelde lening in 10 jaar. Verder wordt vanaf jaar 3 de buffer middels een voorziening verder opgebouwd.

In de balansprojectie is geen EoD van een woningfinancier verondersteld. Daarnaast is aangenomen dat er geen tekorten zijn in de kosten die in de operationele buffer moeten worden opgevangen. Ook wordt ervan uitgegaan dat de premies en kosten aan elkaar gelijk zijn.

De statiegeld premie is opgenomen als schatting op basis van een de premie die een woningfinancier met een 'A' rating betaalt voor het uitgeven van 5 jarige NHO's. Het statiegeld is opgenomen als separaat statiegeld-kapitaal bovenop het vermogen dat binnen de NHI aanwezig is ter dekking van operationele risico's en als werkkapitaal. Het statiegeld-kapitaal is wel inzetbaar in het geval van een tijdelijk kastekort als gevolg van een operationele fout of storing (zie paragraaf 7.5) en is derhalve aan de activa kant opgenomen in de post kas / vorderingen.

Tabel 8.4. Projectie van de balans van de NHI

	oprichting	Jaargang						
Activa (in mln EUR)	**0**	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**...**	**10**
RMBS	0	4000	8000	12000	16000	20000		20000
Kas / vorderingen	0	20	30	40	50	60		60
Totaal	**0**	**4020**	**8030**	**12040**	**16050**	**20060**		**20060**

	oprichting	Jaargang					
Pasiva (in mln EUR)	**0**	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**10**
Uitstaande NHO's	0	4000	8000	12000	16000	20000	20000
Statiegeld-kapitaal	0	10	20	30	40	50	50
Operationele buffer	0	10	10	10	10	10	10
Totaal	**0**	**4020**	**8030**	**12040**	**16050**	**20060**	**20060**

9. Communicatie en Investor Relations plan

In dit hoofdstuk wordt beschreven wat de organisatie nodig heeft qua bezetting en middelen om de missie van de NHI en het bijbehorende product NHO op de juiste manier naar de relevante partijen te communiceren. Relevante partijen zijn met name investeerders en kredietbeoordelaars, maar ook pers, analisten en mogelijk het bredere publiek.

9.1. De propositie van de NHI

9.1.1. Kenmerken van de NHO's

Indien overgegaan zou worden tot de oprichting van NHI in de vorm zoals beschreven in het voorgaande, is er na oprichting enige tijd nodig voor de woningfinanciers om de nieuwe NHG-hypotheekproductievolumes (inclusief renteherzieningen) op te bouwen die toelaatbaar zijn voor plaatsing in de NHI middels een RMBS (zie paragraaf 5.1). Er is namelijk een bepaald volume nodig om een kostendekkende securitisatie te kunnen vormgeven. De inschatting van de projectgroep NHI is dat er ongeveer een half jaar zal verstrijken vanaf de ingangsdatum vanaf welk moment nieuwe hypotheekproductie mag meetellen voor plaatsing bij de NHI in RMBS'en, tot het moment dat er voldoende toelaatbare NHG-hypotheken beschikbaar zijn om de eerste NHO emissie voor te bereiden.

De NHO's zullen vele kenmerken van staatsleningen hebben. Zo kent de NHO een enkele aflossing aan het eind van de looptijd (bullet) en een vast couponrente die jaarlijks wordt uitgekeerd. Er is dus voor de investeerder geen risico op vervroegde aflossing van de NHO's, zelfs niet in een situatie van faillissement van een woningfinancier. De betaling van de couponrente en de hoofdsom van de NHO's wordt namelijk volledig gegarandeerd door een Staatsgarantie. Zodra de NHI voldoende NHO series met ieder afzonderlijk een voldoende uitstaand volume heeft opgebouwd, kan overwogen worden om hier andersoortige obligaties aan toe te voegen, dus naast de NHO's met de hierboven beschreven karakteristieken, zoals pass through NHO's ter mitigatie van het conditionele ALM-risico (zie paragraaf 7.3.3).

Er wordt gestreefd en het wordt haalbaar geacht om een volume aan uitstaande NHO's op te bouwen van € 25 mrd (in 5 jaar) - € 50 mrd (in 8 jaar). Er zullen NHO's met verschillende looptijden worden uitgegeven (bijvoorbeeld 2, 5 en 10 jaar) en bij voorkeur met een minimale omvang per looptijd van € 3 mrd. Elk half jaar wordt een uitgiftekalender vastgesteld. Hoewel niet wordt verwacht dat de NHO's direct met staatsleningen zullen concurreren (zie paragraaf 5.2.7), zal de uitgifte van de NHO's wel met het Agentschap worden gecoördineerd.

Met de opbrengst van de NHO's zullen portefeuilles RMBS'en (van diverse woningfinanciers, maar altijd de senior tranches en op basis van uitsluitend NHG gedekte hypotheken) worden gekocht. Daarbij is een vereiste dat de woningfinancier de RMBS zodanig structureert dat de couponrente en looptijd ervan gelijk is aan die van de desbetreffende NHO.

De behandeling van de NHO's onder het kapitaal- en liquiditeitstoezicht is naar verwachting dezelfde als die van andere door een niet-bank uitgegeven obligaties met een staatsgarantie (zie paragraaf

5.3). Een punt van onduidelijkheid blijft daarin evenwel de behandeling onder de Liquidity Coverage Ratio (LCR).

9.1.2. Credit rating

Het is gebruikelijk in de markt om de obligaties uitgegeven door instellingen als de NHI van een credit rating te laten voorzien. Enerzijds kan de vraag gesteld worden wat een rating naast de staatsgarantie aan de aantrekkelijkheid van de NHO voor de investeerder toevoegt. De kosten van credit ratings zijn daarnaast, zeker wanneer het programma nog klein is, aanzienlijk (zie paragraaf 8.4.2). Daar staat echter tegenover dat een aantal investeerders een hoger rendement zal verlangen als een expliciete rating ontbreekt en mogelijk zelfs afhaakt, bijvoorbeeld vanwege statutaire beperkingen aan het beleggingsbeleid. Daarnaast geeft een aangevraagde rating ook meer controle over de feitelijke juistheid van de informatie die in de analyses door de raters van het programma wordt meegenomen. Dit is een aspect wat vooral in de opstartjaren –waarin de NHO's hun plek in het beleggingslandschap moeten veroveren– belangrijk is. Bij het alternatief, waarin geen rating wordt aangevraagd maar de kredietbeoordelaars mogelijk uit eigen beweging de NHO's van een oordeel voorzien, kan de NHI een dergelijke feitelijke controle minder goed uitoefenen.

9.1.3. Investeerders

De NHO's kennen een minimale coupuregrootte van € 100.000,- en zullen niet aan retail beleggers worden aangeboden. Voor wat betreft de professionele investeerders bestaat de meest voor de hand liggende doelgroep, gelet ook op de ontstaansgrond van de NHI, vanzelfsprekend uit de Nederlandse institutionele investeerders.

Er is bij de Nederlandse institutionele investeerders een positieve grondhouding ten aanzien van het product NHO, zoals in dit plan beschreven. Dit laat onverlet dat deze en andere investeerders zonder dwang, op basis van hun eigen afwegingen, in NHO's moeten kunnen investeren, zoals in de randvoorwaarden bij het opzetten van de NHI is geformuleerd (Kamerbrief Kwartiermaker NLII, 2013).

Ook vanuit het buitenland, met name omringende landen, is er serieuze belangstelling voor het project NHI geventileerd. Daarnaast is ook in Azië interesse in het expliciet maken van de NHG garantie, maar waarschijnlijk zullen de Aziatische rendementsverwachtingen door de NHO's niet ingelost kunnen worden. Buitenlandse investeerders zijn echter niet betrokken geweest bij de discussies tot nu toe en hebben dus nog slechts een voorlopig idee over het hoe en wat van de NHI. Daarom is het nuttig om al in de oprichtingsfase van de NHI informatieve bijeenkomsten / conference calls op te zetten om uitleg over de NHI te geven, anticiperend op de roadshows wanneer tot feitelijke uitgifte van NHO's wordt overgegaan.

9.1.4. Market making

Ter bevordering van een zo gunstig mogelijke prijsvorming voor de NHO's is het van belang om zo snel mogelijk een voldoende liquide markt te realiseren. Daarnaast is het voor de rechtvaardiging van de status van HQLA in de LCR (zie paragraaf 9.1.1) van belang aan te kunnen tonen dat de markt in NHO's voldoende liquide is. Bij het opbouwen en onderhouden van een dergelijke markt is een belangrijke rol weggelegd voor de bij de NHI betrokken banken. Daarnaast zal het initieel ook van belang zijn een aantal internationale investment banks hierbij te betrekken en die zich te laten committeren aan het onderhouden van een markt in NHO's.

De grote plaatsingskracht en marktpenetratie van de investment banks zijn ook van groot belang voor een goede lancering van een programma als de NHI. Op termijn zou de rol van de investment banks wel teruggeschroefd kunnen worden. In de opstartfase mag hier evenwel geen risico mee worden gelopen: een mogelijk slechte start door het niet betrekken van de investment banks is heel moeilijk weer recht te zetten. De hieraan verbonden kosten in termen van placement fees zijn in het totale kostenoverzicht meegenomen (zie paragraaf 8.4). Voor de selectie van de betreffende investment banks zal gedurende het oprichtingstraject een 'beauty contest' moeten worden uitgeschreven, zodat de verkozen banken ook een rol kunnen spelen bij de Investor Relations activiteiten zodra de NHI operationeel is.

9.2. Communicatiestrategie

9.2.1. Beschikbare media

Ter ondersteuning van een effectieve communicatie, zullen de NHI de volgende media ten dienste moeten staan.

Website

Eventueel gezamenlijk met of gekoppeld aan de te ontwikkelen NLII website. Op basis van vergelijkend warenonderzoek van websites die zich op vergelijkbare doelgroepen richten (investeerders, pers, maar ook een breder publiek) schetst box 9.1 de rubrieken die in elk geval onderdeel van de NHO website behoren te zijn. Gezien de internationale spreiding van investeerders, pers en rating agencies zal de website minimaal in zowel Engels als Nederlands beschikbaar moeten zijn, maar wellicht is uitbreiding naar Duits en Frans (op termijn) ook wenselijk, afhankelijk van hoe de NHO's internationaal uiteindelijk aftrek vinden.

Heel praktisch dringt zich bij het vormgeven van de website –maar ook het nog te bespreken presentatiemateriaal– de keuze op voor wat betreft de huisstijl (logo, lay-out, kleuren, lettertype, voor de NHI afzonderlijk of gezamenlijk met de NLII) en de domeinnamen. Aangezien de doorlooptijd voor het bouwen van een goede website 3-6 maanden bedraagt, is het wenselijk om snel na positieve besluitvorming over de oprichting van de NHI een hostingprovider, ontwerper en bouwer van de website te selecteren.

Box 9.1. Rubrieken NHI-website op basis van vergelijkend warenonderzoek

Home

Wie we zijn

- Ontstaansgeschiedenis
- Archief met documenten ontstaansgeschiedenis (Kamerstukken etc.)
- Missie en visie (zie hoofdstuk 1)
- Q&A's
- Organisatie
- Organogram
    - Lijst van partners (banken, verzekeraars, investeerders, departementen, toezichthouders), met links naar hun websites
    - Toezicht (zie paragraaf 4.2)

- Contact (adres, telefoon, bereikbaarheid)
- Woordvoering, perscontacten
- Contactformulier

Wat we doen

- Wat is de rol van de NHI in de Nederlandse hypotheekmarkt
- Hoe is de relatie mat andere partijen in de markt geregeld
    - Juridische verhoudingen (zie Hoofdstuk 4.1)
    - Kasstromen (zie Hoofdstuk 8.4)

Werken bij de NHI

Nieuws / actueel

- Persberichten
- Nieuws links (NHG, Agentschap)

Investeerders

- Uitstaande series NHO's (zie hoofdstuk 8.2)
- Prospectussen RMBS'en (zie hoofdstuk 8.2.)
- Investor reports RMBS'en (zie hoofdstuk 8.2)
- Investor Relations presentaties (zie hoofdstuk 9.2.2.)
- Statuten, (Financieel) Jaarverslag (zie hoofdstuk 4)
- Informatie over de Nederlandse huizenmarkt en economie
- Overige documenten en publicaties

Presentatiemateriaal

De presentatie die voor Investor Relations doeleinden wordt gemaakt en bijgehouden (zie paragraaf 9.2.2), kan dienen als brondocument voor presentaties die voor andere doelgroepen worden voorbereid. In het kader van een actieve NHI communicatiestrategie zullen regelmatig presentaties op conferenties, voor toezichthouders, voor rating agencies etc. worden verzorgd. Standaard NHI presentatie materiaal zal aan de communicatie afdelingen van de bij de NHI betrokken marktpartijen (woningfinanciers en institutioneel investeerders) ter beschikking worden gesteld om mee te nemen in hun eigen communicatie activiteiten en zijn daarnaast op aanvraag beschikbaar voor andere stakeholders (bijvoorbeeld ministeries en toezichthouders).

Q&A's

Tijdens de voorbereiding van dit IRP is een uitgebreide lijst met vragen en antwoorden tot stand gekomen. Deze Q&A lijst kan als basis dienen voor de Investor Relations presentaties (zie paragraaf 9.2.2) en zal ook op de website kunnen worden geplaatst en bijgehouden.

Conferenties

De obligatiemarkt heeft een rijke historie op het gebied van conferenties, zowel gericht op Staats- en SSA-papier, als op securitisaties en covered bonds. Ook sinds de crisis van 2008 is er nog steeds een aantal bijeenkomsten per jaar waar vele bij deze industrie betrokken partijen elkaar ontmoeten en informatie uitwisselen. Aanwezigheid op deze conferenties voor bijeenkomsten met investeerders en analisten is een belangrijke pijler onder de communicatiestrategie van elke uitgevende instelling en zeker van een relatief grote partij als de NHI.

Perscontacten
Deze rol zal vanaf de start van de NHI door de CEO van de NHI ter hand moeten worden genomen, daarin ondersteund door degene die de communicatierol voor de NHI en mogelijk ook die voor de NLII invult.

9.2.2. Informatiemiddelen

Ten behoeve van de Investor Relations activiteiten zullen de volgende informatiemiddelen beschikbaar moeten zijn:

Presentatie.
Op basis van de Q&As (zie paragraaf 9.2.1) en in nauwe samenwerking met de geselecteerde investment bank (zie paragraaf 9.1.4) kan een presentatie worden voorbereid die zowel voor de rating agencies als voor een informatieve roadshow kan worden gebruikt. Deze presentatie is bij presentatie van dit IRP reeds in concept aanwezig.

Investor reports en prospectussen.
Investor reports (Notes & Cash Report) en prospectussen van de onderliggende RMBS transacties zullen via de website van de Dutch Securitisation Association (DSA) voor (potentiële) investeerders beschikbaar zijn per NHO serie. Gegevens van onderliggende hypothecaire leningen (loan-level-data) zullen per RMBS via zowel het European Data Warehouse als de DSA website beschikbaar worden gesteld. Cash flow modellen per RMBS zijn via Bloomberg beschikbaar.

Prospectussen en rapportages van de uitstaande NHO series zullen via de NHI website digitaal beschikbaar zijn voor investeerders. Periodieke rapportages van de NHO's zullen onder andere informatie bevatten met betrekking tot het overzicht van de uitstaande NHO's, zowel de uitgifte als de verval kalender en betalingsrapportages (inzake coupons en hoofdsommen).

9.2.3. Informatie overdracht

Rating agencies
In eerste instantie zal, liefst nog tijdens het opzetten van de NHI, de instelling bij elk van de rating agencies moeten worden toegelicht. Dit ook als onderdeel van het proces om een rating te verkrijgen, wat als prioriteit bij de oprichting van de NHI meegenomen moet worden.

Informatie bij opzetten van de NHI
Zoals aangegeven in paragraaf 9.1.3, zou een eerste informatieronde voor met name buitenlandse investeerders al in de oprichtingsfase van de NHI moeten worden georganiseerd. Dit heeft als voordeel dat ook een eerste sondering van de belangstelling in termen van volumes en verwachte prijsniveaus plaatsvindt. Als initiële actieradius zouden daarvoor Amsterdam en Londen –met eventueel Frankfurt en Parijs erbij– in aanmerking komen. Het beste kan in deze fase –waarin nog geen NHO's voor verkoop worden aangeboden– worden aangehaakt bij bestaande congressen of andere door investment banks regelmatig georganiseerde evenementen.

Wanneer de NHI een eigen plek in de markt heeft ingenomen, kan ook overwogen worden om een op zichzelf staande presentatie / workshop te organiseren. Maar in de opstartfase is dat niet de meest efficiënte manier om de potentiële investeerders te bereiken.

Bij al deze presentaties is het essentieel dat de te benoemen CEO van de NHI en de Investor Relations functionaris (zie paragraaf 8.3.1) aanwezig zijn. De organisatie zal in samenwerking met de gekozen investment banks plaatsvinden. Het is daarom van belang om ook in een vroeg stadium investment banks te selecteren.

Roadshows

Kort voor de uitgifte van de eerste NHO's zal als ondersteuning een meer specifieke roadshow en een serie conference calls moeten worden opgezet. Eenmaal in de lucht zal met enige regelmaat (bijvoorbeeld jaarlijks) een geactualiseerde roadshow worden georganiseerd. Hierbij zouden, met het toenemen van het volume, ook markten buiten de initiële actieradius, inclusief de VS en Azië, in beeld kunnen komen.

10. Vervolgstappen

In dit hoofdstuk worden de stappen beschreven die gezet moeten worden indien de NHI daadwerkelijk zou worden opgericht. Voor de goede orde wordt opgemerkt dat, zoals in hoofdstuk 6.4.1. toegelicht, binnen de kaders van de voorlopige beoordeling van de Europese Commissie, geen levensvatbare NHI kan worden opgericht. Tevens wordt aangegeven welke concrete bijdrage verschillende partijen dienen te gaan leveren aan de totstandkoming van de NHI. Uitgangspunt is het onderliggende IRP van de NHI. Van belang is de constatering dat dit rapport tot stand is gekomen door een projectteam dat via de opdrachtverlening aan de kwartiermaker onder (eind)verantwoordelijkheid van het Ministerie van Economische Zaken stond. Dit projectteam werd samengesteld door de Kwartiermaker NLII Jan van Rutte en de voorzitter Koos Timmermans en bestond uit afgevaardigden vanuit verschillende ministeries, woningfinanciers, institutioneel beleggers en toezichthouder DNB. De volledige samenstelling van het projectteam vindt u achterin dit IRP. Met het aanbieden van het IRP is dit projectteam formeel opgeheven.

Het uiteindelijke doel is het daadwerkelijk op- en inrichten van de NHI. Gegeven dat de NHI een private instelling wordt, betekent dit dus dat deze fase niet onder de verantwoordelijkheid van het Ministerie van Economische Zaken kan plaatsvinden, maar dient te gebeuren onder verantwoordelijkheid van private partijen. Gestart kan worden met het aanstellen van een beoogd bestuurder van de NHI, die een oprichtingsteam kan samenstellen.

Het verkrijgen van het financiële commitment van de betrokken partijen is een belangrijke succesfactor in het daadwerkelijk realiseren van de NHI. Marktpartijen (woningfinanciers en institutioneel beleggers) dienen een intentie uit te spreken met betrekking tot hun bijdrages in de vorm van i) het verstrekken van de rentedragende achtergestelde lening aan de NHI die dient ter kapitalisatie van de instelling, ii) het aanbieden van voldoende volume aan gesecuritiseerde NHG-hypotheken –volgens de in het IRP neergelegde spelregels– om de instelling de beoogde start te laten maken, iii) het verstrekken van middelen aan de NHI ter financiering van de oprichting van de NHI.

10.1. Oprichting NHI en tijdlijnen naar de eerste NHO-transactie

Hierna volgen de hoofdstappen in de planning zoals weergegeven in figuur 10.1, welke beperkt blijven tot het aangeven van doorlooptijden. Deze doorlooptijden betreffen slechts eerste indicaties, die mogelijk te ambitieus kunnen blijken te zijn.

Het is belangrijk om te realiseren dat de tijdlijn om vanaf oprichting van de NHI te komen tot de eerste uitgifte van NHO's pas kan starten op het moment dat er een politiek beleidsvoornemen is om op basis van het voorliggende IRP voor de NHI de instelling op te laten richten en de Staatsgarantie af te geven. Vanaf dat moment namelijk, kunnen bestaande en potentieel toetredende partijen zich vanuit mededingingsperspectief op gelijke voet voorbereiden op de komst van de NHI.[72] Zij kunnen

[72] Daarbij zijn de financieringskosten die middels financiering via de NHI gerealiseerd kunnen worden, nog onzeker. Ook lopen woningfinanciers een marktrisico, aangezien de uiteindelijke financieringskosten via de NHI

dan NHG-hypotheken gaan verstrekken die toelaatbaar zijn als basis voor de securitisaties die aan de NHI kunnen worden verkocht. Op basis van de marktanalyse in het IRP zullen partijen 6 tot 12 maanden nodig hebben om te komen tot voldoende volume aan toelaatbare hypotheken om een dergelijke securitisatie te structureren. Die tussenliggende tijd kan productief benut worden voor de op- en inrichting van de NHI en het opzetten van het nieuwe wettelijke kader voor het toezicht van DNB op de NHI.

De feitelijke op- en inrichting van de NHI begint met de benoeming van de beoogde bestuurder van de NHI. De eerste taak voor deze persoon is het vinden van het hierboven besproken commitment van betrokken partijen en het ophalen van middelen ter financiering van de oprichting van de NHI. Vervolgens dient deze persoon een werkbare planning op te stellen, zoals die onder zijn / haar verantwoordelijkheid kan worden uitgevoerd. Dit betekent ook dat onderstaande –en in figuur 10.1 schematisch weergegeven– planning gezien moet worden als een concept op hoofdlijnen, waarin slechts de belangrijkste stappen genoemd worden welke door de beoogd bestuurder NHI i.o. verder verfijnd en aangepast worden, conform zijn / haar inzichten.
Met betrekking tot de daadwerkelijke creatie van de NHI als private instelling, zijn de volgende drie onderwerpen te onderscheiden:

1. Oprichting van de stichting NHI: dit betreft zaken zoals het opstellen van statuten, vaststellen van het startkapitaal, oprichten van de stichting, benoemen van de Raad van Toezicht en de benoeming van de statutaire bestuurder(s).
2. Inrichting van de NHI-organisatie: dit gaat om operationele zaken zoals het werven en aanstellen van mensen, het regelen van de huisvesting, het vaststellen van de in-house en uit te besteden taken, het vastleggen van de processen en taken, het opstellen van de prospectus, de staatsgarantietekst en de RMBS-criteria, de inrichting van systemen en (waar nodig) het vastleggen van afspraken met externe partijen.
3. Organisatie van de communicatie en de Investor Relations functie: de communicatie met stakeholders en het identificeren en benaderen van potentiele investeerders in NHO's vormt een belangrijke rol van het bestuur van de NHI. Het is daarom van belang om al vroeg in het oprichtingsproces aan te vangen met de invulling van het communicatieplan van de NHI. Hieronder valt het uitschrijven van een beauty contest ter selectie van de zakenbank(en) die de uitgifte van NHO's gaan begeleiden, maar ook het ontwikkelen en inrichten van de website.

Gelet op de noodzaak voor bestaande en potentieel nieuwe woningfinanciers in de Nederlandse markt om toelaatbare NHG-hypotheken te 'verzamelen' middels nieuwe productie, kan vanuit die invalshoek gemikt worden op een eerste uitgifte van NHO's op zijn vroegst negen maanden na oprichting. Het wettelijk kader voor het DNB toezicht dient dan ook binnen deze tijdslijnen opgezet te zijn.

---

niet conform de verwachting hoeven uit te pakken, terwijl met de klant al wel contractueel een hypotheekrente is overeengekomen. Deze onzekerheid is gelijk voor zowel bestaande als potentieel toetredende partijen.

Appendix bij hoofdstuk 3

A3.1. Integraal overzicht van risico's samenhangend met de aard en activiteiten van de NHI

Hieronder wordt een overzicht gegeven van de risico's die bij de NHI zijn geïdentificeerd en of die terug te voeren zijn op het risicoprofiel van de Staat. Daarbij wordt een onderscheid gemaakt tussen

- **Onconditionele risico's:** Dit is het operationele risico dat ook 'going concern' kan optreden. Het operationele risico wordt onderverdeeld in liquiditeits- en betalingsrisico en overige operationele risico's.
- **Conditionele risico's:** Dit zijn risico's die alleen kunnen optreden na default van een woningfinancier. Deze risico's worden onderverdeeld in kredietrisico en ALM-risico. Binnen deze hoofdcategorieën worden vervolgens enkele subrisico's beschreven.
- **Overige risico's:** Hierin wordt concentratierisico beschreven.

Voordat deze risico's besproken worden zal eerst een overzicht worden gegeven van de buffers die in de NHI komen en welke risico's hiermee worden afgedekt. Naast buffers zijn er nog andere risicomitigerende maatregelen (zoals onderpand). Deze overige maatregelen zullen per risico besproken worden.

A3.1.1. Buffers in de NHI

Er zijn twee buffers in de NHI voorzien:

De operationele buffer.
De initiële operationele buffer wordt door de betrokken marktpartijen verstrekt in de vorm van rentedragende achtergestelde leningen, die vervolgens over de tijd door premiebetalingen worden afgelost. Een deel van de operationele premie die bij deelnemende woningfinanciers jaarlijks wordt geïnd, wordt gebruikt om gelijktijdig een 'eigen' operationele buffer in de NHI op te bouwen (zie paragraaf 3.6 in de hoofdtekst voor een nadere uitsplitsing). Deze methodiek, de omvang van de buffer en daarmee de hoogte van de premie zijn echter afhankelijk van de eisen die toezichthouder hier mogelijk aan stelt. De operationele buffer kan alleen worden aangesproken als verliezen het gevolg zijn van operationele fouten.

Statiegeld-kapitaal.
Deze buffer wordt middels een opslag op de staatsgarantiepremie ingebracht door de woningfinanciers op het moment dat zij RMBS'en aan de NHI verkopen. Indien alle woningfinanciers netjes aan hun verplichtingen voldoen, dan krijgen zij deze premie bij het aflossen van de desbetreffende NHO weer teruggestort. Het heeft daarmee iets weg van statiegeld en daar ontleent de buffer haar benaming aan. Op deze wijze ontstaat er een buffer die een vast percentage van het volume van uitstaande NHO's beslaat. Deze buffer zorgt voor een gezamenlijke ('joint & several') aansprakelijkheid van de woningfinanciers, wat wil zeggen dat de ingelegde middelen van alle woningfinanciers aangesproken kunnen worden als er één woningfinancier failliet gaat. Hierdoor ontstaat er een prikkel bij alle woningfinanciers om de modelberekeningen scherp in de gaten te houden en te controleren: een te coulante houding ten aanzien van de risicomitigatie betekent immers een grotere kans dat het ingelegde statiegeld verloren gaat wanneer een andere woningfinancier failliet gaat.

Deze premie betreft een 100% opslag op de staatsgarantiepremie en wordt daarmee op dezelfde wijze berekend als de premie voor het restrisico dat de Staat loopt. Deze buffer dient voor het conditionele ALM- en kredietrisico dat de Staat loopt. Het statiegeld-kapitaal is daarnaast in te zetten in het geval van een tijdelijk kastekort als gevolg van een operationele fout of storing (zie paragrafen 7.5.1 en 7.5.2) en in specifieke situaties ter aanvulling van het operationele kapitaal (zie paragraaf 7.5.4).

Indien het statiegeld kapitaal wordt ingezet voor conditioneel ALM-risico, krijgen woningfinanciers het statiegeld niet automatisch terug bij het aflossen van de betreffende NHO. In plaats daarvan geldt er een wachtperiode zodat de middelen voor de afwikkeling van de schade als gevolg van een faillissement van een woningfinancier beschikbaar zijn. Na een periode van twee jaar na een faillissement van een woningfinancier wordt de waarde van de resterende zekerheden ingeschat en afgezet tegen de resterende uitstaande claims. Op basis van deze schatting blijkt dan of de statiegeld-buffer al dan niet (verder) hoeft te worden aangesproken en in welke mate. Het deel van het statiegeld dat niet nodig is wordt teruggestort aan de woningfinancier.

A3.1.2. Onconditionele risico's (going concern)

1. Operationeel risico

Wat is het risico?

Als de NHI operationeel is, bestaat zoals in iedere organisatie en bij alle processen natuurlijk het risico van storingen, fraude, onvolledige documentatie etc. Specifiek voor de NHI identificeren we met name de volgende risico's:

- Liquiditeitsrisico (het risico dat door bijvoorbeeld een technische storing in het betalingsverkeer rente en/of aflossing op de NHO's niet kan worden voldaan).
- Betalings- en settlement risico (risico dat er zaken misgaan bij de betaling en overdracht, bijvoorbeeld dat een transactie al wel is betaald maar door de tegenpartij niet tijdig wordt geleverd).
- Frauderisico (het risico van o.m. een 'greep uit de kas').
- Documentatierisico (met name juridisch-/contractrisico, bijvoorbeeld als achteraf blijkt dat bepaalde contractvoorwaarden anders kunnen worden uitgelegd dan ze waren bedoeld).

Hieronder wordt een verdeling gemaakt naar liquiditeits- en betalingsrisico en overige operationele risico's.

1.a liquiditeits- en betalingsrisico

Hoe groot is het risico en hoe wordt het gemitigeerd?

Voor wat betreft betalings- en settlement risico en liquiditeitsrisico kan worden gesteld dat niet uit te sluiten is dat er technische storingen in systemen zijn, waardoor betalingen ergens kunnen blijven hangen en er op enig moment een tijdelijk liquiditeitsprobleem bij de NHI optreedt. Er zijn dan ook algemeen geaccepteerde procedures (vanaf wanneer wordt een betaling als niet aangekomen beschouwd, welke boeterente wordt gehanteerd, et cetera) beschikbaar om daarmee om te gaan. Het betalings- en settlement risico en het in sommige gevallen daaruit voortvloeiende liquiditeitsrisico voor de NHI wordt met name gemitigeerd door bij de NHI een voldoende uitgeruste treasury functie in te richten die actie kan ondernemen als er een verstoring van de geld- en effectenstroom optreedt of dreigt op te treden. Deze treasury zal eerst het aanwezige bufferkapitaal (zijnde de statiegeldbuffer) van de NHI liquide maken en kunnen inzetten om tijdelijke

liquiditeitstekorten te overbruggen. De NHI kan hiervoor ook een deel van haar operationele buffer inzetten, maar dient te allen tijde werkkapitaal ter dekking van 12 maanden aan gebudgetteerde operationele uitgaven aan te houden.

Vervolgens kan de NHI op de geldmarkt liquiditeit aantrekken, onder andere via vooraf geregelde niet-gecommitteerde kredietfaciliteiten met een aantal banken.[73] Ter bescherming van de positie van de kasgeldverstrekker kan de verlate betaling als zekerheid dienen voor de verplichtingen jegens de kasgeldverstrekker (zie ook appendix A7.5); er zullen uiteindelijk altijd voldoende middelen binnen de NHI zijn om aan de verplichtingen te voldoen (er kan een tijdelijk liquiditeitstekort zijn, maar dat kan vrijwel nooit een solvabiliteitsrisico worden).

Wie draagt het risico in welk geval?
Eerst zal de statiegeldbuffer en een deel van de operationele buffer worden ingezet. Als dit onvoldoende is om het liquiditeitstekort op te vangen, dan kan de NHI terugvallen op niet-gecommitteerde rekening courant faciliteiten bij de NHI partners of andere financiële instellingen.

Wordt er een premie gevraagd en is deze marktconform?
Aan de statiegeld- en operationele buffer zullen alle woningfinanciers bijdragen via nog te bepalen premies. In overleg met een externe toezichthouder (DNB) zal worden bepaald welke omvang de buffers moeten hebben. Eventuele kosten voor rekening van de NHI voor niet-gecommitteerde kredietfaciliteiten zullen via de kostendoorberekening uiteindelijk eveneens door de woningfinanciers worden betaald.

1.b overige operationele risico’s
Hoe groot is het risico en hoe wordt het gemitigeerd?
De kans dat operationele risico’s optreden, is moeilijk aan te geven omdat processen zo zijn ingericht dat ze niet zouden moeten optreden. Met name frauderisico en documentatierisico kan vele oorzaken of achtergronden hebben die moeilijk vooraf zijn te overzien. Deze operationele risico’s zullen met name worden gemitigeerd door een adequate organisatie met de juiste checks en balances waarop door een externe partij toezicht wordt gehouden. Een toezichthouder als DNB zou hiervoor moeten zorgen. Voor het afdekken van documentatierisico wordt ook geleund op externe expertise, via externe toetsing en validatie van alle overeenkomsten. Tot slot is er een operationele buffer om deze risico’s te mitigeren.

Wie draagt het risico in welk geval?
Bij optredende operationele risico’s wordt in eerste instantie de operationele buffer in de NHI aangesproken. Operationele verliezen zullen dan ook via het bufferkapitaal (wat vervolgens moet worden aangevuld) door de woningfinanciers worden gedragen.

Wordt er een premie gevraagd en is deze marktconform?

[73] Een niet-gecommitteerde kredietfaciliteit betekent dat een partij in beginsel toezegt geld te verstrekken, maar zich daaraan kan onttrekken op het moment dat de NHI van de faciliteit gebruik wil maken.

Aan de operationele buffer zullen alle woningfinanciers bijdragen via een nog te bepalen premie. In overleg met een externe toezichthouder (DNB) zal worden bepaald welke omvang en de operationele buffer moet hebben.

A3.1.3. Conditionele risico's

De NHI wordt zo ingericht dat krediet- en ALM-risico conditioneel zijn op een faillissement van een woningfinancier. Woningfinanciers blijven eindverantwoordelijk voor alle risico's zolang zij niet failliet zijn. Daar bovenop is er full recourse, wat betekent dat er bovenop uitwinning van de zekerheden nog een concurrente claim op de failliete boedel van de woningfinancier kan worden neergelegd.

1. Kredietrisico op woningbezitter

Wat is het risico?

Kredietrisico is het risico dat een klant niet in staat is om aan haar betalingsverplichting ten aanzien van een NHG-hypotheek te voldoen en het betreffende onderpand minder waard is dan de uitstaande hypotheekschuld.

Hoe groot is het risico en hoe wordt dit gemitigeerd?

Dit kredietrisico wordt voor een groot deel al afgedekt door de NHG. Dit risico kwam daarmee al grotendeels voor rekening en risico van het Rijk. De NHG biedt echter geen volledige dekking voor dit kredietrisico.[74] Daarnaast keert de NHG alleen uit als aan vooraf gestelde (documentatie)eisen is voldaan die pas achteraf worden getoetst. Deze aanvullende kredietrisico's bovenop de NHG kunnen alleen terugslaan op de Staat als een woningfinancier failliet gaat en worden gemitigeerd in de zogeheten RMBS-structuur.

Dit laatste werkt als volgt (voor een uitgebreide beschrijving van een RMBS structuur verwijzen we naar KPMG (2013), p. 19). De NHI financiert pakketten NHG-hypotheken (RMBS) van kredietverstrekkers en financiert zich door de uitgifte van obligaties (NHO's). Deze pakketten hypotheken worden getrancheerd in een deel dat de eerste kredietverliezen[75] draagt (junior tranche) en een deel dat pas verliezen draagt als de junior tranche helemaal is afgeschreven (senior tranche). De omvang van de junior tranche wordt door onafhankelijke rating agencies zodanig vastgesteld dat de senior tranches ook in extreme scenario's netjes uitbetaald kunnen worden (voor NHG-hypotheken wordt uitgegaan van een junior tranche met een omvang van 6% van de nominale waarde van de onderliggende hypotheken). De junior tranche blijft bij de woningfinancier net als de verantwoordelijkheid voor alle risico's die met de hypotheekportefeuille samenhangen. Daarom blijven de hypotheken volgens internationale boekhoudregels ook op de balans van de woningfinancier.[76] Als de woningfinancier failliet gaat, dan heeft de NHI pandrecht op deze junior tranche. De NHI koopt alleen maar senior tranches met de hoogst haalbare rating in Nederland (nu een AAA-rating).

---

[74] Per 1 januari 2014 is er een eigen risico van 10% voor hypotheekverstrekkers en daarvoor bestond er een verschil tussen de afloop van de garantie (annuïtair) en de aflossing van de hypotheekschuld (niet annuïtair).

[75] Kredietverliezen zijn verliezen op verstrekte hypotheken doordat een huishouden zijn hypotheeklasten niet kan betalen en er na (gedwongen) verkoop van de woning een restschuld over blijft.

[76] Dit is een zeer belangrijk verschil met transacties die Freddie Mac en Fanny Mae aangingen waarbij hypotheken volledig werden overgenomen en gefinancierd.

De boven omschreven tranchering vindt plaats in een Special Purpose Vehicle (SPV), dat de hypotheekportefeuille opkoopt. Deze entiteit koopt de NHG-hypotheken van de woningfinancier en financiert zich met junior en senior RMBS-obligaties, waarvan de NHI alleen de senior obligaties op haar boeken neemt. Deze aparte entiteit zit dus tussen de woningfinancier en de NHI in en wordt opgericht om het onderpand af te schermen van de bankbalans (in jargon wordt dit bankrupty remoteness genoemd). Indien de woningfinancier omvalt kunnen schuldeisers van de woning-financier geen aanspraak maken op dit onderpand, alleen de NHI heeft hier recht op. Zo wordt voorkomen dat er concurrente schuldeisers zijn die de positie van de NHI verzwakken. Het is ook de SPV die een swap afsluit om de rentestroom uit de hypotheken om te zetten in een vastrentende geldstroom. De risico's die met de swap gepaard gaan worden hieronder nader beschreven.

Wie draagt het risico in welk geval?
Bovenstaande impliceert dat er alleen kredietverliezen voor de NHI ontstaan wanneer een woningfinancier die gebruik maakt van de NHI failliet gaat, de junior tranche alsnog onvoldoende groot blijkt te zijn om eventuele verliezen op te vangen en er onvoldoende geld uit de boedel van de woningfinancier gehaald kan worden om deze verliezen te dekken. Het is daarom onwaarschijnlijk dat de NHI geconfronteerd wordt met kredietverliezen.

Wordt er een premie gevraagd en is deze marktconform?
De Staat krijgt een zekerheid van 6% van de omvang van de hypotheekportefeuille voor de verliezen die niet door NHG gedekt worden. Het is zeer onwaarschijnlijk dat hier doorheen gebrand kan worden. Het jaarlijkse verlies op NHG-hypotheken is nog nooit boven de 0,2% van het gegarandeerde vermogen uitgekomen.[77] Zelfs als alle hypotheken in de portefeuille een resteerde looptijd hebben van 30 jaar en er zich gedurende deze 30 jaar elk jaar een verlies van 0,2% van de portefeuille zou voordoen, dan nog is de junior tranche (6%) voldoende om deze kredietverliezen op te vangen als zou blijken dat alle hypotheken niet aan de documentatie eisen voldoen. Daarom wordt hiervoor geen extra premie gevraagd bovenop de premie die al voor de NHG wordt gevraagd.

1.a Risico op een downgrade van de RMBS
Wat is het risico?
Er zijn verschillende situaties denkbaar waarin de RMBS een downgrade kan krijgen:

- Een groot deel van de ingebrachte NHG-hypotheken voldoet niet aan de vereisten voor NHG (en worden dus niet door de NHG gegarandeerd). In dat geval draagt de NHI een groter kredietrisico dan beoogd. De woningfinancier moet er dan in beginsel voor zorgen dat de RMBS van voldoende kwaliteit (de hoogst haalbare rating in Nederland, momenteel AAA) blijft.
- Bij wijzigingen in de methodologie van de rating agencies. Het is moeilijk hierop te anticiperen. In dit geval zal het bestuur van de NHI samen met de garantieverstrekker bezien of een nieuwe RMBS-structuur en / of nieuwe RMBS criteria nodig zijn om aan de nieuwe eisen te voldoen.
- Tegenpartijrisico in de swap. In de RMBS zit een swap (zie verdere beschrijving hieronder). Een afwaardering van de tegenpartij die de swap verstrekt kan tot een downgrade van de RMBS leiden. Dit wordt gemitigeerd door een nieuwe swap partij aan stellen. De woningfinancier is hier

[77] Zie KPMG (2013), figuur 2.

verantwoordelijk voor. In tijden van stress is het echter niet uitgesloten dat er geen nieuwe swap partij gevonden kan worden.

- Downgrade van de Nederlandse staat, die op haar beurt leidt tot een downgrade van de RMBS.

Hoe groot is dit risico en hoe wordt het gemitigeerd?
De kans dat een RMBS een downgrade krijgt is niet groot, maar ook niet uitgesloten. Zoals hierboven beschreven is de woningfinancier verantwoordelijk om ervoor te zorgen dat de RMBS AAA blijft. Bij een downgrade zullen woningfinanciers dus nieuwe hypotheken, cash of ander liquide AAA-papier moeten toevoegen om de RMBS weer AAA te laten zijn. Bij een downgrade van een swap tegenpartij kan een nieuwe partij aangesteld worden. De woningfinancier is hier verantwoordelijk voor. Het is echter niet uitgesloten dat zich situaties voordoen waarin dit niet lukt. Zo is het voorgekomen dat er na een downgrade van de swap tegenpartij op het hoogtepunt van de financiële stress in 2008 geen nieuwe swap partij gevonden kon worden. Ook is mogelijk dat een downgrade van de Nederlandse staat er toe leidt dat rating agencies gaan AAA-rating meer willen afgeven.

Een downgrade hoeft overigens niet te betekenen dat er kredietverliezen op treden, alleen dat de kans dat kredietverliezen optreden naar inschatting van de rating agencies is vergroot.

Wie draagt het risico?
Na faillissement van de woningfinancier ligt dit risico bij de NHI. Als het onderpand onvoldoende blijkt om de uitstaande schulden af te lossen, het statiegeld-kapitaal onvoldoende is en er onvoldoende geld getrokken kan worden uit de failliete boedel van de woningfinancier, dan kan de staatsgarantie getrokken worden voor het resterende tekort onder de verplichtingen van de NHO.

Wordt er een premie gevraagd en deze marktconform?
Hier is geen aparte premie voor voorzien.

1.b Risico volgend uit de swap in de RMBS
Wat is het risico?
Dit is in feite geen zelfstandig risico, maar onderdeel van het risico van faillissement van een woning-financier. Voor de duidelijkheid zal dit specifieke tegenpartijrisico met de daarbij behorende mitige-rende maatregelen hier toch apart worden opgenomen.

Om te verzekeren dat de RMBS'en een cash flow opleveren die exact gelijk is aan de cash flow van de NHO's, zal de RMBS-Special Purpose Vehicle in de meeste gevallen een swap afsluiten om de cash flows op de onderliggende NHG-hypotheken om te zetten in de benodigde vaste rente die op jaarbasis aan de NHI wordt uitbetaald. De NHI loopt het risico op een cash flow mismatch als de tegenpartij van de swap omvalt. Zie voor een uitgebreidere beschrijving van de swap Appendix B in KPMG (2013).

Hoe groot is het risico en hoe wordt het gemitigeerd?
De kans dat het risico optreedt is klein. Als het optreedt, zouden er zonder risicomitigerende maatregelen wel gevolgen kunnen zijn: ondanks het verkregen onderpand op de swap zou het voor de RMBS-SPV moeilijk kunnen zijn in een turbulente markt waarin een swap tegenpartij omvalt (denk aan de periode eind 2008 waarin Lehman Brothers omviel) een exact gelijke vervangende swap af te

sluiten. En als dat niet lukt en de swap wegvalt, loopt de NHI een risico omdat de cash flows van de RMBS dan mogelijk niet meer goed afgestemd zijn op de cash flows van de NHI. Door het aanwezige overcollateral van NHG-hypotheken zal er in principe geen sprake zijn van een solvabiliteitsrisico.

Wie draagt het risico?
Zolang de woningfinancier bestaat en er een derde partij als swap tegenpartij niet aan zijn verplichtingen kan voldoen, draagt de woningfinancier dit risico. Als de woningfinancier zelf is omgevallen, draagt de RMBS-SPV het risico en komt het risico uiteindelijk bij de afwikkeling van de zekerheden terecht. In het uiterste geval, als de cash flow mismatches zo groot zijn dat de NHI een coupon- of hoofdsombetaling dreigt te missen, draagt de Staat het risico via de staatsgarantie op de NHO's.

Maatregelen om het risico te mitigeren
Woningfinanciers met een voldoende hoge rating zullen deze swap zelf met de SPV afsluiten. Om te voorkomen dat er cashflow mismatches bij de RMBS ontstaan na faillissement van de woningfinancier zal in de swapovereenkomst een automatische noveringsclausule worden opgenomen. Dat betekent dat bij faillissement of downgrade van een woningfinancier onder een bepaald niveau, de swap automatisch naar een andere tegenpartij met voldoende rating zal overgaan.

Woningfinanciers met een onvoldoende hoge rating zullen deze swap moeten afsluiten met een voldoende hoog gerate tegenpartij. Ook in dat contract zal een clausule worden opgenomen dat bij een downgrade van de swap tegenpartij onder een bepaald minimumniveau, deze swap automatisch zal overgaan naar een tegenpartij met een voldoende hoge rating.

Om te voorkomen dat de RMBS-SPV in liquiditeitsproblemen zou komen door onderpandstortingen, zal de Credit Support Annex bij de ISDA overeenkomst eenzijdig zijn. Dat betekent dat de RMBS-SPV nooit onderpand zal hoeven storten en dus nooit een beroep op liquiditeitsfaciliteiten zal moeten doen. Andersom zal de RMBS-SPV wel onderpand krijgen als de marktwaarde in zijn voordeel is, om zich ondanks de automatische noveringsclausules toch in te dekken tegen faillissement van een swap tegenpartij.

Risicopremie
Dit is onderdeel van het ALM-model en het ALM-risico. Dus hiervoor is geen aparte risicopremie.

2. ALM-risico

Wat is het risico?
Wanneer een woningfinancier failliet gaat, kan zich naast het kredietrisico nog een ander risico materialiseren, namelijk het risico dat er een verschil ontstaat tussen het moment dat de NHI geld ontvangt op de RMBS (rente en aflossing op hypotheken) en het moment dat de NHI geld moet betalen op de NHO's (eveneens rente en aflossing). Dit wordt wel het ALM-risico genoemd, omdat het verschil volgt uit een mismatch tussen Assets en Liabilities en het Management hiervan. Dit verschil kan ontstaan omdat de geldstroom uit de RMBS een continue geldstroom is (gedurende de gehele looptijd worden er hypotheken afgelost), terwijl de NHO's pas op het einde van de looptijd worden afgelost.

Om te illustreren hoe dit tot verliezen kan leiden volgt hieronder een voorbeeld. Stel dat een pool met hypotheken veel vervroegde aflossingen kent en de rente is gedaald. In dat geval komt er veel geld binnen in de NHI. Hier was niet op gerekend. Dit kan een probleem veroorzaken, omdat dit geld niet gebruikt kan worden om een NHO af te lossen, bijvoorbeeld omdat een NHO nog enkele jaren doorloopt. Er moet dan gedurende de resterende looptijd van de NHO wel rente betaald worden op de NHO, terwijl er geen rente meer ontvangen wordt op de vervoegde aflossingen. Dit verlies wordt in jargon ook wel negative carry genoemd. Om dit verlies te beperken kun je met het geld dat aan vervroegde aflossingen binnenkomt NHO's uit de markt opkopen. Dat is equivalent aan het aflossen van NHO's. Echter, doordat de rente is gedaald is de marktwaarde van de NHO's gestegen. Bij het terugkopen van de NHO's ontstaat daarom een marktwaardeverlies.

Hoe groot is het risico en hoe wordt dit gemitigeerd
Zolang de woningfinancier bestaat, ligt dit risico niet bij de NHI of de Staat. De woningfinancier is verplicht om ervoor te zorgen dat de rente en aflossing op de RMBS exact hetzelfde zijn als op de NHO. Als er bijvoorbeeld veel hypotheken vervroegd of juist te laat aflossen, waardoor er een cashflow mismatch ontstaat, dan is de woningfinancier verplicht om deze hypotheken te vervangen door andere hypotheken of andere hoogwaardige, liquide activa met een AAA-rating of om cash bij te storten. Ook is de woningfinancier verplicht om op het moment dat een NHO wordt afgelost dit exacte bedrag over te maken aan de NHI (dit wordt een 'terugkoopverplichting' van de RMBS genoemd). Als de woningfinancier deze verplichtingen niet na kan komen, dan is zij in default.

Zodra de woningfinancier failliet is, vangt deze de verschillen tussen inkomende en uitgaande geldstromen niet langer op, maar zouden deze zonder mitigerende maatregelen bij de NHI terecht komen. Bij schommelingen in de rente en aflossingen van consumenten kan dit leiden tot verliezen voor de NHI. Om dit risico te beperken heeft de Staat de volgende randvoorwaarde gesteld: in scenario's waarin de rente fors daalt of stijgt in combinatie met een grote hoeveelheid extra aflossingen of juist minder aflossingen door huishoudens op hypotheken, mag de schade voor de Staat uiteindelijk niet boven nul uitkomen. Om deze randvoorwaarde verder te concretiseren is aangesloten bij de stress scenario's die rating agencies gebruiken voor het stressen van AAA-covered bonds, zoals hieronder beschreven.[78] Dit betekent dat de Staat alleen verlies loopt als een woningfinancier failliet gaat én er een zeer forse renteschok plaatsvindt in combinatie met een grote verandering in het aflossingsgedrag van woningbezitters. Alleen in scenario's die extremer zijn dan hieronder beschreven, mag de Staat verliezen lopen (deze scenario's gelden bij de huidige omstandigheden en zullen worden aangepast als de rating agencies de betreffende stress scenarios aanpassen aan nieuwe omstandigheden).

Tabel A3.1. Stress scenario's voor covered bonds

Scenario	**6M Rente**	**Vervroegde aflossingen**
A	Stijging met 11,5%	0,5%
B	Daling naar 0%	24%

[78] Zie appendix A7.1 voor een overzicht van de scenario's die rating agencies hanteren.

KPMG (2013) heeft de verliezen in bovenstaande scenario's onderzocht en enkele mitigerende maatregelen doorgerekend die ingezet kunnen worden om het risico binnen deze bandbreedte terug te brengen tot nul. In dit IRP is geanalyseerd of, uitgaande van verschillende renteklimaten bij aanvang, het mogelijk is om met verschillende combinaties van risicomitigerende maatregelen aan de risicotolerantie van de Staat te voldoen. Hieruit blijkt dat het mogelijk is om de verliezen tot nul te reduceren in bovengenoemde scenario's. Zowel op het model van KPMG als de analyse die in dit IRP is gedaan zal een second opinion plaatsvinden, om zeker te stellen dat er inderdaad geen verliezen worden geleden in de hierboven omschreven scenario's.

Bij de bovengenoemde uitkomsten is aangenomen dat de Staat bereid is om een hypotheek-portefeuille uit te winnen in plaats van direct te verkopen. Tevens is aangenomen dat de NHI de looptijden van het door haar uitgegeven schuldpapier aanpast aan het renteklimaat. Daarnaast zullen woningfinanciers, afhankelijk van het renteklimaat, extra onderpand moeten inbrengen om de risico's voor de Staat te mitigeren. Dat betekent dat de omvang van de senior tranches (de meest veilige pakketten NHG-hypotheken) bij aanvang groter is dan de omvang van de uitstaande NHO's.

Dit werkt als volgt. Stel een woningfinancier securitiseert voor 120 mln aan NHG-hypotheken. Hiervan is bijvoorbeeld 7,2 miljoen (6%) de omvang van de junior tranche waarin de eerste kredietverliezen lopen.[79] Omdat er extra onderpand nodig is om de risico's te mitigeren kan er besloten worden dat de woningfinancier extra onderpand moet inbrengen. Dat betekent dat de woningfinancier naast de junior tranche ook senior tranches met een omvang van bijvoorbeeld 12,8 miljoen[80] moet structureren in de SPV die de hypotheken securitiseert. Zowel de junior tranche (7,2 miljoen) als de senior tranche (12,8 miljoen) worden aan de NHI / Staat verpand (samen 20 miljoen) (zie appendix A7.5 voor de samenvatting van de zekerhedenstructuur). De overige 100 miljoen aan senior tranches met een AAA-rating worden gekocht door de NHI, die zich financiert door 100 miljoen aan NHO's in de markt te zetten.

Indien de woningfinancier failliet gaat, kan de NHI /Staat haar pandrecht uitoefenen. Zowel de junior tranche als de senior tranche die op de balans van de woningfinancier stonden, kunnen dan worden uitgewonnen (en zijn dus geen onderdeel van de boedel van de woningfinancier), naast de senior tranches die al op de balans van de NHI stonden. Of het uitwinnen voldoende oplevert om de verliezen op de uitstaande NHO's af te kunnen dekken is afhankelijk van marktontwikkelingen (rente- en aflossingen). Door marktschommelingen is het theoretisch mogelijk dat marktwaarde van de hypotheken sterk is gedaald, terwijl de marktwaarde van de uitstaande obligaties juist sterk is gestegen. De kans is echter zeer klein dat het onderpand onvoldoende zal zijn: er moeten zich dan scenario's voor doen die extremer zijn dan beschreven in bovenstaande tabel (tabel A3.1).

Tot slot kan de NHI zogeheten 'pass through' obligaties uitgeven. In dat geval lossen de NHO's niet langer af op het einde van de looptijd, maar worden de aflossingen uit de hypotheekportefeuille

[79] Deze 7,2 miljoen is de omvang van de notional, oftewel het bedrag waar rente over wordt betaald.

[80] Dit bedrag is hypothetisch en louter om te illustreren hoe het inbrengen van extra onderpand werkt. Het model van KPMG zal gebruikt worden om de omvang van het extra onderpand te bepalen, waarbij het dan geldende renteklimaat in combinaties met de stress scenario's van rating agencies als uitgangspunt dienen. Op dit moment wijzen berekeningen erop dat het extra onderpand kan oplopen tot 9% bovenop de junior tranche.

direct doorgegeven aan de belegger. Hiermee wordt het ALM-risico de facto verplaatst van de NHI naar de belegger, die daarvoor een risicopremie zal vragen. Pass through obligaties kunnen de risico's die gepaard gaan met een rentedaling volledig mitigeren. Zodra de rente hoger ligt, en de kans op een rentedaling dus toeneemt, ligt het voor de hand dat de NHI deels pass through obligaties gaat uitgeven om het conditionele ALM-risico te verkleinen. Dergelijke obligaties worden ook in Canada uitgegeven.

De NHI zal besluiten wanneer en hoeveel pass through obligaties worden uitgegeven. Zij zal hoe dan ook binnen de door de Staat gestelde risicotolerantie moeten blijven. Indien er pass through obligaties worden uitgegeven wordt er uiteraard minder premie en onderpand gevraagd, omdat de Staat dan geen conditioneel ALM-risico loopt. De risicopremie die de Staat ontvangt bij uitgifte van hard bullet obligaties is nader uitgewerkt in hoofdstuk 7 van het IRP.

Bovenstaande impliceert dat er een goede operationele bezetting nodig is bij de NHI (zie ook operationeel risico, paragraaf A3.1.2). Immers, de NHI moet kunnen beoordelen of de ingebrachte hypotheekpakketten voldoen aan vooraf gestelde criteria. Daarnaast moet de NHI haar uitgifte beleid (looptijd NHO's en het uitgeven van pass through obligaties) goed afstemmen op het dan geldende renteklimaat. Tevens zijn er enkele risico's verbonden aan het uitwinnen van een hypotheekportefeuille (zie risico's verbonden met uitponden, hieronder). Tot slot zal het model dat de optimale looptijden en andere risicomitigerende maatregelen bij verschillende renteklimaten in kaart brengt regelmatig worden gevalideerd, wat niet wegneemt dat het mogelijk is dat een model er alsnog naast kan zitten (zie modelrisico, hieronder). Deze risico's worden hieronder nader beschreven.

Wie loopt het risico in welk geval?
Zie hierboven beschreven: zolang de woningfinancier bestaat, ligt dit risico bij de woningfinancier. Bij faillissement van de woningfinancier slaat dit risico terug op de zekerhedenstructuur en de opgestelde buffers, maar zo lang zich geen scenario's voor doen die extremer zijn dan zoals rating agencies die hanteren bij het stressen van covered bonds, moeten er voldoende zekerheden (onderpand en statiegeld-kapitaal) zijn om ervoor te zorgen dat er geen verliezen ontstaan waardoor er op de staatsgarantie getrokken moet worden. Bij scenario's die extremer zijn dan zoals gedefinieerd door rating agencies is dit risico voor de Staat. De Staat kan zich vervolgens richten tot (de failliete boedel van) de woningfinancier om deze verliezen te verhalen. Wat betreft die claim is er geen sprake van een senior status ten opzichte van overige schuldeisers.

Wordt hiervoor een premie gevraagd en is deze marktconform?
Voor het staartrisico wordt een premie gevraagd. KPMG heeft afgelopen zomer enkele marktpartijen benaderd om quotes af te geven om dit risico te beprijzen. Er waren echter geen marktpartijen die hiervoor een quote konden afgeven, omdat het staartrisico in de regel niet verzekerbaar is.

Er is daarom, in aanvulling op de theoretische premieberekening van KPMG, verder gerekend aan een conservatieve theoretische, kostendekkende premiestelling (voor deze berekening en aannames, zie paragraaf 7.4 van dit IRP). De premie is afhankelijk van de looptijd van de NHO en de rating van de woningfinancier. Bij een looptijd van 7 jaar en aan A-rating wordt de eenmalige premie (vooraf in rekening gebracht) geschat op 39 basispunten. Ter vergelijking: in Canada vraagt de overheid voor

een vergelijkbaar risico een eenmalige premie 40 basispunten bij een looptijd van 10 jaar. Hiermee is de schatting van de premie dus conservatiever dan in Canada. De premie voor het conditionele ALM-risico zal via de NHI worden doorgegeven aan de Staat waar het als begrotingsreserve wordt aangehouden.

2a. Modelrisico

Wat is het risico?

Het modelrisico is het risico dat het model dat gehanteerd wordt om de ALM-risico's in kaart te brengen er naast zit. Elk model is een simplificatie van de werkelijkheid, hierdoor kunnen er mogelijk toch verliezen optreden voor de Staat terwijl zich geen scenario's hebben voorgedaan die extremer zijn dan welke de rating agencies hanteren voor covered bonds.

Hoe groot is dit risico en hoe wordt dit gemitigeerd?

Het is vooraf moeilijk om aan te geven hoe groot dit risico is. Overigens geldt bij dit risico dat er ook een mogelijke upside is: het kan ook zo zijn dat het model er naast zit in het voordeel van de Staat, waardoor er uiteindelijk minder risico wordt gelopen. Om het modelrisico te mitigeren kan als het onderpand onvoldoende is om de uitstaande NHO's af te lossen, het statiegeld-kapitaal worden aangesproken.

Wie draagt het risico en welk geval?

Dit risico ligt bij de woningfinanciers zo lang verliezen gedekt kunnen worden uit het ingebrachte statiegeld-kapitaal. Mocht zowel het onderpand als het statiegeld-kapitaal onvoldoende zijn om verliezen op te vangen, dan ligt dit risico bij de Staat. Die kan zich vervolgens richten tot de failliete boedel van de woningfinancier om deze verliezen te verhalen.

Wordt er een premie gevraagd en is deze marktconform

Ja, als indicatie is gesteld dat de premie voor het statiegeld-kapitaal op dezelfde wijze berekend zou worden als de premie voor het restrisico dat de Staat loopt. De invulling hiervan is nog afhankelijk van de uitwerking van het toezicht. De premieopbrengst landt in de statiegeld-buffer bij de NHI.

2b. Risico's verbonden met uitponden

Bij het mitigeren van ALM-risico's is er vanuit gegaan dat de Staat bereid is om een hypotheek-portefeuille uit te winnen. Dat is echter geen verplichting. De Staat kan er ook voor kiezen om de RMBS-structuur intact te laten. Risico's verbonden met uitponden zijn dus conditioneel op i) het faillissement van een woningfinancier en ii) de keuze om de hypotheekportefeuille uit te winnen, omdat dit naar verwachting van de Staat meer oplevert dan het uitwinnen van de RMBS-obligaties.

Als de Staat er voor kiest om de hypotheekportefeuille uit te winnen, dan ligt het voor de hand dat zij een gespecialiseerde partij vraagt om dit voor haar te doen. Daarbij komen onderstaande (nieuwe) risico's aan het licht.

2.b.1 Herfinancieringsrisico

Wat is het risico?

Het herfinancieringsrisico is het risico dat de NHI zich niet kan herfinancieren terwijl de hypotheek-portefeuille wordt uitgewonnen.

Hoe groot is het risico en hoe wordt dit gemitigeerd?
De looptijd van een hypotheekportefeuille is vaak langer dan die van de uitstaande NHO's. Als de hypotheekportefeuille wordt uitgewonnen zal deze worden afgezonderd worden van de rest van de balans van de NHI. Deze entiteit moet zich kunnen herfinancieren. Het risico dat dit niet lukt is nihil: de NHO's waarmee deze entiteit zich herfinanciert kennen een Staatsgarantie. Dit risico zou alleen optreden als de Staat zichzelf ook niet meer kan herfinancieren.

Wie draagt dit risico in welk geval?
Indien herfinanciering niet mogelijk, dan is de Staat waarschijnlijk failliet. Dit risico ligt bij de belegger.

Wordt er een premie gevraagd en is deze marktconform?
Nee, want dit risico ligt bij de eindbelegger.

2.b.2. Juridisch contractrisico met betrekking tot de zekerhedenstructuur
Naast de reguliere going concern operationele risico's is er één specifiek operationeel risico te noemen dat op kan treden bij het omvallen van een woningfinancier. Dat betreft het documentatierisico (juridisch-/contractrisico) met betrekking tot de afspraken over de zekerheden.

Wat is het risico?
Als achteraf blijkt dat de documentatie rondom de zekerhedenstructuur niet sluitend genoeg zou zijn opgesteld, loopt de Staat het risico dat de zekerheden in de vorm van de RMBS-en en de daaronder liggende woninghypotheken niet (volledig) beschikbaar zijn als zekerheid voor Staat als garantiegever en/of dat de kapitaal- en algemene risicobuffer niet beschikbaar zijn om kosten en verliezen op te vangen.

Hoe groot is het risico en hoe wordt het gemitigeerd?
Dit risico is in onze ogen zeer klein en wordt gemitigeerd doordat voor alle documentatie expliciet goedkeuring van de Staat wordt gevraagd, waarbij de Staat in alle gevallen onafhankelijk extern juridisch advies inwint.

Wie draagt het risico in welk geval?
Documentatierisico kan ten voordele of ten nadele van de Staat zijn. De Staat draagt het risico.

Wordt er een premie gevraagd en is deze marktconform?
Nee, door externe juridische validatie van documenten is dit risico voldoende afgedekt.

2.b.3 Risico wegvallen of wanprestatie van de servicer na uitponden
Wat is het risico?
Om de hypotheekportefeuille uit te winnen zal een professionele partij worden ingehuurd. Het risico bestaat dat deze partij wanpresteert of failliet gaat.

Hoe groot is het risico en hoe wordt dit gemitigeerd?

De kans dat een professionele partij een wantprestatie levert is klein, maar nooit helemaal uit te sluiten. Dit risico kan gemitigeerd worden door een nieuwe servicer aan te stellen.

Wie draagt dit risico in welk geval?
Dit verlies wordt eerst opgevangen in de eerder beschreven statiegeld-buffer en is dus voor rekening van de woningfinancier. Pas als deze buffer is doorgebrand en na afwikkeling van de hypotheek-portefeuille toch blijkt dat er een verlies resteert, is dit risico voor de Staat. Die kan zich vervolgens richten tot de failliete boedel van de woningfinancier om deze verliezen te verhalen.

Wordt er een premie gevraagd en is deze marktconform?
Ja, moet gedekt worden via bufferkapitaal.

2.b.4. Risico's voortvloeiend uit gebruik van derivaten bij uitponden
Wat is het risico?
Om de hypotheekportefeuille uit te winnen zal een professionele partij worden ingehuurd. Deze partij zal swaps moeten afsluiten om het renterisico op de hypotheekportefeuille te managen.

Hoe groot is het risico en hoe wordt dit gemitigeerd?
De kans dat een professionele partij een wantprestatie levert in haar derivatenbeleid is klein, maar nooit helemaal uit te sluiten. Dit risico kan gemitigeerd worden door een nieuwe servicer aan te stellen.

Wie draagt dit risico in welk geval?
Als er toch iets fout gaat in het derivatenbeleid bij de afwikkeling van de hypotheekportefeuille, dan wordt dit verlies eerst opgevangen in de eerder beschreven statiegeldbuffer en is dus voor rekening van de woningfinanciers. Pas als deze buffer is doorgebrand en na afwikkeling van de hypotheek-portefeuille toch blijkt dat er een verlies resteert, is dit risico voor de Staat. Die kan zich vervolgens richten tot de failliete boedel van de woningfinancier om deze verliezen te verhalen.

Wordt er een premie gevraagd en is deze marktconform?
Zie boven: via premies wordt de zogeheten statiegeldbuffer opgebouwd die ook opgesteld staat voor deze risico's.

2.b.5. Liquiditeitsrisico bij uitponden
Wat is het risico?
Door een storing in het betalingssysteem kan het voorkomen dat de entiteit waarin de hypotheek-portefeuille wordt afgewikkeld niet aan haar betalingsverplichting op een NHO kan voldoen.

Hoe groot is het risico en hoe wordt dit gemitigeerd?
Dit is een operationeel risico dat conditioneel is op een faillissement van een woningfinancier. Het risico is daarmee de facto verwaarloosbaar.

Wie draagt dit risico in welk geval?

Zie liquiditeits- en betalingsrisico, waarbij in het uitpondscenario in een vooraf in overleg met de Staat opgestelde uitwinningsstrategie ook de optie kan worden opgenomen om eventuele kasmiddelen die het statiegeld-kapitaal overstijgen aan te trekken via kredietlijnen, waarbij de dekking beschikbaar kan worden gesteld vanuit de zekerheden die de Nederlandse Hypotheek Uitwinnaar (NHU) aanhoudt tot zekerheid voor de nakoming van de verplichtingen van de NHI en de woningfinancier jegens de Staat, respectievelijk de NHI (zie appendix A7.5). Merk hierbij op dat de operationele buffer en het werkkapitaal (bedoeld voor operationele events, respectievelijk continuïteit van de bedrijfsvoering) niet behoort tot de zekerheden en in geval van afwikkeling van een EoD niet ingezet dient te worden (vanwege de compartimentering, zie paragraaf 7.1.2).

Wordt er een premie gevraagd en is deze marktconform?
Zie boven: via premies wordt de zogeheten statiegeldbuffer opgebouwd, die ook opgesteld staat voor deze risico's.

A3.1.4. Overige risico's

Concentratierisico

Wat is het risico?
Concentratierisico is het risico dat een financiële instelling slechts op een beperkt aantal, vergelijkbare instellingen een exposure heeft. Er is met andere worden slechts een beperkte diversificatie van risico's. Hierdoor kunnen verliezen in het ene segment niet gecompenseerd worden door meevallers in andere segmenten. Bij de NHI is er sprake van een concentratierisico, omdat alleen woningfinanciers gebruik maken van de NHI en er sprake is van één type onderpand (hypotheken).

Hoe groot is het risico en hoe wordt het gemitigeerd?
De omvang van het concentratierisico neemt toe naarmate er minder instellingen gebruik maken van de NHI. Anderzijds betekent een zeer beperkte deelname een kleinere omvang van de NHI en dus een kleinere exposure. Er is geen getal te plakken op het concentratierisico, omdat de concentratie van de exposure op een beperkt aantal woningfinanciers op zichzelf niet tot verliezen leidt. Het concentratierisico maakt de NHI wel gevoelig voor schokken in de financiële sector en de woningmarkt, omdat er alleen exposure is op woningfinanciers. Door de NHI open te stellen voor alle woningfinanciers wordt het concentratierisico zo veel mogelijk beperkt.

Liquiditeitsrisico bufferkapitaal

De kapitaalbuffer van de NHI (statiegeld-kapitaal en operationele buffer) moet worden belegd. Het risico bestaat dat buffer niet (volledig) beschikbaar is als deze moet worden aangesproken. Dit risico kan worden gemitigeerd door eisen te stellen aan het beleggingsbeleid en alleen beleggingen in zeer veilig en liquide AAA-papier te accepteren.

Appendix bij hoofdstuk 4

A4.1. Achterliggende overwegingen met betrekking tot keuze rechtsvorm

Voor de juridische vormgeving van de NHI dienen zich in hoofdzaak drie rechtsvormen aan, de Naamloze Vennootschap (NV), de Besloten Vennootschap (BV) en de Stichting. Clifford Chance heeft deze vormen voor de projectgroep verkend op bruikbaarheid specifiek voor de NHI op basis van een vijftal relevante dimensies. Daaruit blijkt dat de rechtsvormen NV en BV voor de NHI onderling niet sterk afwijken voor gebruik bij de vormgeving van de NHI. Deze twee rechtsvormen worden in de onderstaande analyse dan ook tezamen afgezet tegen die van een stichting in een vergelijking op de relevante dimensies, zijnde flexibiliteit, koerswijzigingen, vermogen, fiscale aspecten en governance.

Flexibiliteit
De flexibiliteit van de rechtsvorm betreft de mogelijkheden om haar onder te brengen in of onder de NLII. Er bestaat wat dit aangaande tussen de NV / BV enerzijds en de stichting anderzijds een belangrijk typologisch verschil. Bij de NV / BV is namelijk sprake van een vennootschappelijke organisatie met stakeholders (aandeelhouders) terwijl de stichting in beginsel geen stakeholders kent. Het enige orgaan dat de wet dwingendrechtelijk voor de stichting beschrijft is het bestuur. Wegens het ontbreken van een aandeelhoudersrelatie bij de stichting is het verhangen van de NHI als stichting in beginsel niet mogelijk. Tegen deze achtergrond zijn er vanuit juridische optiek bij de NV / BV meer mogelijkheden tot inpassing in een overkoepelende NLII-structuur dan bij de stichting.

Koerswijzigingen
Deze dimensie betreft de mogelijkheid om de missie van de NHI gedurende haar bestaan te wijzigen (te verruimen of te verleggen). Met het oog op de staatsgarantie zal de doelstelling van de NHI expliciet dienen te worden vastgelegd om te borgen dat de exposure van de Staat niet enkel bij oprichting, maar ook op termijn niet materieel toeneemt door toedoen van de activiteiten van de NHI. Het verdient aanbeveling om de doelstelling van de NHI expliciet in de privaatrechtelijke regresovereenkomst of contragarantie-overeenkomst tussen de NHI en de Staat vast te leggen.

Daarnaast zijn er ook in het rechtspersonenrecht middelen om het risico van koerswijzigingen met betrekking tot de NHI te verkleinen. De stichting heeft vanuit die optiek een voordeel boven de NV / BV. De doelstelling van een stichting kan namelijk niet worden gewijzigd tenzij de statuten daar expliciet de mogelijkheid voor openen. Zwijgen de statuten van een stichting dan is doelwijziging alleen via de rechter mogelijk. De heersende opvatting is dat indien voor de verwezenlijking van een bepaald doel vermogen is bijeengebracht, wijziging van het doel er niet toe mag leiden dat dit vermogen een geheel andere bestemming krijgt. Dit argument is minder relevant indien aan de NHI voornamelijk financiële middelen ter beschikking worden gesteld in de vorm van achterliggende leningen en / of premies en niet in de vorm van andersoortig vermogen, zoals schenkingen.

Bij de NV / BV is het weliswaar mogelijk om doelswijziging statutair uit te sluiten, maar de aandeelhouders zijn desondanks dwingendrechtelijk bevoegd om met algemene stemmen in een vergadering waarin het gehele geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd, het doel te wijzigen. Het is evenwel mogelijk om de aandeelhouders contractueel te verbieden hun stem ten gunste van een dergelijk besluit uit te brengen. Indien tevens contractueel wordt vastgelegd dat de doelstelling van de NHI

niet mag worden gewijzigd of verbreed, kan hiermee in praktijk voldoende grip op de doelstelling van de NHI worden gerealiseerd.[81]

Vermogen

Een stichting beoogt een in de statuten vermeld doel te verwezenlijken en kent, zoals gezegd, geen aandeelhouders (of leden). Een NV / BV berust daarentegen op het concept van kapitaal dat in één of meer overdraagbare aandelen is verdeeld. Een individuele aandeelhouder is verplicht zijn aandeel of aandelen eenmalig vol te storten (nominale waarde eventueel vermeerderd met agio). Met deze storting voldoet de aandeelhouder aan de hoofdverplichting die voor hem voortvloeit uit het NV / BV-recht. De aandeelhouders zijn niet verplicht om tot bijstorting over te gaan –bijvoorbeeld wegens gerezen financiële problemen– op reeds volgestorte aandelen. Dit is slechts anders indien aandeelhouders zich hiertoe van tevoren expliciet contractueel of statutair hebben verplicht. Indien er behoefte is aan een financiële injectie in de vorm van kapitaal zal een NV / BV dus in de meeste gevallen nieuwe aandelen moeten uitgeven.

Een punt van overweging bij de stichting kan zijn dat het vermogen (bijvoorbeeld ter dekking van opstartkosten) dat door de stakeholders in de NHI zal worden ingebracht in feite wordt overgedragen aan een andere rechtspersoon. De stakeholders/financiers van de stichting hebben geen mogelijkheid op een andere aanwending van het door hen beschikbaar gestelde vermogen dan bij oprichting statutair wordt vastgelegd, omdat zij –anders dan bij een NV / BV– geen aandelen met de daaraan gekoppelde zeggenschapsrechten kunnen verwerven. Indien bij een NV / BV inbreng op aandelen plaatsvindt, leidt dit –anders dan bij de stichting– in beginsel niet tot vermogensachteruitgang bij de stakeholders/financiers. Dit argument is minder relevant indien aan de NHI voornamelijk financiële middelen ter beschikking worden gesteld in de vorm van achtergestelde leningen. Zowel bij de stichting als NV / BV blijven de financiers dan rechthebbenden op de ingebrachte middelen.

Wanneer kapitaal in de vorm van (achtergestelde) leningen plaatsvindt zijn rentebetalingen in beginsel fiscaal aftrekbaar bij de NHI. Aflossingen en rentebetalingen kunnen contractueel beperkt worden en, indien noodzakelijk, achtergesteld worden bij te verrichten betalingen onder de NHO's of de regresovereenkomst of contragarantie-overeenkomst in het geval de staatsgarantie zou worden aangesproken.

Fiscale aspecten

Voor wat betreft de behandeling inzake de belasting over toegevoegde waarde (btw) bestaat er geen verschil tussen de stichting en de NV; zowel de stichting als de NV worden als ondernemer aangemerkt en verrichten overwegend (zo niet geheel) vrijgestelde diensten. Het recht op teruggaaf van aan de NHI in rekening gebrachte btw zal derhalve naar verwachting nihil dan wel zeer beperkt zijn.

Voor wat betreft de vennootschapsbelasting (vpb) zullen in beginsel zowel de stichting als de NV / BV belastingplichtig zijn; de NV / BV vanwege haar rechtsvorm en de stichting vanwege het ondernemingskarakter van de voorgenomen activiteiten en het feit dat zij in concurrentie treedt met andere

[81] In theorie blijft het mogelijk dat contractuele regelingen niet worden gerespecteerd (wanprestatie) en kunnen zich derhalve afdwingbaarheidsvragen voordoen.

(belaste) spelers in de markt. Het ontbreken van een winstoogmerk is daarbij als zodanig niet doorslaggevend. In de uiteindelijke vpb behandeling bestaat wel een essentieel verschil: de NV / BV wordt geacht een zelfstandig winststreven te hebben en voor zover er met aandeelhouders wordt gehandeld dient dit op zakelijke voorwaarden te geschieden, zodanig dat de NHI een redelijke vergoeding ontvangt voor haar functie. Daarbij spelen factoren als omvang van de eigen organisatie, gelopen risico's en geïnvesteerd eigen vermogen een rol. De stichting heeft geen aandeelhouders, maar dient wel zakelijk te handelen met andere partijen die (middellijk of onmiddellijk) deelnemen aan de leiding van of het toezicht op de stichting. In de gekozen structuur van bestuur en toezicht van NHI lijkt een dergelijke potentiële invloed van enige betrokken partij geenszins in de bedoeling van de betrokken partijen te liggen. Indien echter één of meer van de leden van de raad van toezicht en/of bestuurders tevens verbonden zou zijn aan een deelnemende woningfinancier of investeerder zou op dit punt wellicht onzekerheid kunnen ontstaan. Ten einde iedere twijfel op dit punt weg te nemen, verdient het aanbeveling om in vooroverleg met de belastingdienst overeenstemming te bereiken over de hoogte van de vergoeding die ten goede van de Stichting zal komen.

Governance

Bij het vormgeven van de interne structuur van een stichting is er in beginsel grote vrijheid om statutair organen met een specifieke taak – zoals een raad van toezicht, zie paragraaf 4.2.1 – in het leven te roepen, bijvoorbeeld ten behoeve van het controleren en monitoren van bepaalde processen.

De mogelijkheden met betrekking tot het externe toezicht worden verder behandeld in paragraaf 4.3. Daarnaast kan het interventierecht van de Staat worden vormgegeven in de regresovereenkomst of contragarantieovereenkomst tussen de NHI en de Staat.

Appendix bij hoofdstuk 5

A5.1. Voorwaarden & Condities RMBS'en (enkel Engelstalig beschikbaar)

The Assets of the NHI consist of RMBS notes that fulfill criteria that are derived from the strongest industry standards as at the date of the issuance of the RMBS. The Prime Collaterised Securities (PCS) criteria and the Dutch Securitisation Association (DSA) reporting and drafting standards will therefore be taken into account.

Criteria in respect of the RMBS notes:

Senior Tranche	The Securities form part of the most senior tranche of the issuance (which for the avoidance of doubt includes Time Subordinated Securities).
Two ratings	The Securities are rated to the highest level achievable in the Netherlands as at the date of the Prospectus by at least two credit rating agencies which are established in the European Union, registered under the Community Reinvestment Act (CRA) Regulation and supervised by the European Securities and Markets Association.
Issuer	The Issuer is incorporated in the European Union.
Law	The Notes will be governed by Dutch law.
Denomination	The Securities are denominated in Euro.
	The Prospectus contains a description of the method of sale or transfer of the Underlying Assets.
Audit	The Mortgage Loans will, prior to the Issue Date, be subject to a third-party review according to agreed procedures of a random sample as follows: (A) where the Securities are backed by a Single-Issuance Pool: (I) a review of the Mortgage Loans undertaken on or about the Issue Date; or (II) a general review undertaken in relation to the Originator's general portfolio from which the Mortgage Loans were selected within the last 12 months prior to the Issue Date; or (B) where the Securities are backed by a Multi-Issuance Pool: (I) a review of the Mortgage Loans undertaken on or about the Issue Date; or (II) a general review undertaken in relation to that Multi-Issuance Pool within the last 12 months prior to the Issue Date.
Disclosure	All material Originator and Issuer undertakings, representations and warranties (including, but not limited to, corporate and asset matters) have been disclosed in the Prospectus.
	The Prospectus contains a description of processes and standards (i.e. administration, collection, recovery and back up servicing) applied in servicing the Underlying Assets.
	The "Risk Factors" section of the Prospectus contains statements as to the risks related to the sale and transfer of the Underlying Assets.
	The Prospectus discloses and explains the credit enhancement mechanisms used in the securitisation.

	The Prospectus contains a description of the cash-flow waterfalls and how these operate in all circumstances.
Transparency	The Issuer or the Originator undertakes that, from the Issue Date to the date the last Security is redeemed in full, it will make available a cash flow model to investors, either directly or indirectly through one or more entities who provide such cash flow models to investors generally.
	The Issuer or the Originator undertakes that it will make available loan-level data in accordance with the template set out by the ECB.
	The Prospectus discloses those entities which will have an Ongoing Involvement and in respect of each such entity, either: (A) discloses the ratings which will trigger a requirement for: (I) the provision of collateral; (II) the provision of a third party guarantee; or (III) the provision of a replacement; or (B) confirms that no such rating triggers exist.
	The Prospectus discloses that the investor reporting will be made available in the DSA template whilst the Securities are outstanding.
	The Issuer or the Originator undertakes that from the Issue Date to the date the last Security is redeemed in full performance information on the Underlying Assets will be made available to investors, potential investors and firms that generally provide services to investors and will be updated on a periodic basis conform the DSA standard.

Each RMBS transaction must have documents which contain the following representations, warranties and undertakings in respect of the underlying mortgage loans:

Origination	The Underlying Assets meet the standard origination and underwriting criteria of the Originator (subject only to such exceptions as would be acceptable at the time of origination to a reasonable lender of Dutch Residential Mortgage Loans to Borrowers in The Netherlands, which is acting as a reasonable creditor in protection of its own interests).
Underwriting:	Underlying Asset Agreements entered into in accordance with underwriting criteria of the Originator at the time of origination.
Regulatory Compliance	Underlying Asset Agreements offered in accordance with laws and legal requirements.
Compliance with Mortgage Credit Code of Conduct	Loans granted in accordance with the applicable mortgage credit code of conduct at the time of origination.
Property Location	Each Property is located in the Netherlands.
Currency Denomination	Each Underlying Asset is denominated in Euro.
Valid, Legal, and Enforceable	Each Underlying Asset is valid, legal, and enforceable.
No Prior Liens	Each loan is secured by a first ranking right of mortgage or first and

	sequentially lower ranking right of mortgage and, if applicable, right of pledge.
Valuation	Benefits from a valuation of the property in accordance with the Dutch Credit Code of Conduct for Mortgage Loans.
Originator Appointed as Beneficiary	For Underlying Assets combined with a mixed insurance policy, the Originator is appointed as the beneficiary under the relevant insurance policy or, if another person has been appointed as beneficiary, under an irrevocable payment instruction from such person to the relevant insurer.
Investments are Held in Bankruptcy Remote Vehicle	In respect of an investment mortgage loan, the investments are held in the Borrower's name and are Wet giraal effectenverkeer (Wge) securities and/or required to be held through a beleggersgiro or a separate depositary vehicle.
Nationale Hypotheek Garantie (NHG)	All loans benefit from a Guarantee that was granted for the full amount of the relevant loan part at the time of origination. provided that for any loan originated after 1 January 2014, the Originator is obliged to participate for 10 % in any loss claims made under the Guarantee.
Compliance with NHG Terms and Conditions	All NHG terms and conditions were complied with at the time of origination.
NHG Claim	The Originator is not aware of any reason why a claim under the NHG Guarantee scheme should not be honoured.
No encumbrance or third party rights	No encumbrance, attachment or other right or claim in, over or on the Underlying Assets in favour of any other person.
No Default	Other than with respect to monthly payments and to the best of its knowledge, the Originator is not aware of any Obligors in material breach or default of any obligations under any Underlying Assets.
Building Insurance Policy	The related Obligor was obliged to obtain a building insurance policy for the [full reinstatement value] of the property at the time the related loan was advanced.
Compliance with Eligibility Criteria	Collateral (i.e. Underlying Assets, Related Security and the Underlying Asset Agreement) meet the eligibility criteria, representations and warranties or other conditions for sale.
Entire Loan	Each Mortgage Loan constitutes the entire loan granted to the relevant Borrower (in respect of the relevant residential property) and not merely one or more loan parts.
Underwriting	No broker intermediary or similar party was involved in the credit or underwriting decisions relating to the Mortgage Loans.
No originate to distribute	The Underlying Assets were not originated by an institution seeking to originate them to distribute pursuant to a business model whereby on-going exposure to such Underlying Assets was to be transferred to third parties as part of the origination process without there being any retention by the Originator in accordance with the Capital Requirements Directive (CRD) or similar relevant regulation.

Specific Criteria that apply to the RMBS notes in addition to the best practices in the RMBS industry specific for notes sold to the NHI:

Coupon frequency	The RMBS has an annual coupon payment for each individual senior tranche up to the Optional Redemption Date for that tranche after which the coupon frequency will be quarterly
Payment dates	Annually matching the payment date of the corresponding NHO.
Holding	All RMBS notes of one transaction are either owned by the NHI or by the "woningfinancier". The woningfinancier will not sell or otherwise transfer any note of a transaction that is partly sold to the NHI. The NHI will have the opportunity to sell the RMBS note.
Minimal Size	The initial principal amount outstanding of each tranche of the Securities is at least 100 million euro.
Coupon	Fixed rate with a minimum as determined by the NHI. The NHI will determine this rate with reference to the (anticipated) fixed rate of the NHO financing the RMBS. Optional: After the Optional Redemption Date for the specific tranche the coupon will be equal to 3 month euribor plus a margin. This margin will be set by the NHI.
Replenishment	The RMBS should allow for Replenishment up to the original pool balance and until the Optional Redemption Date. Criteria that control or limit the possibility of replenishment [are not allowed] by the seller. Replenishment of the assets in the RMBS should be limited to NHG mortgage loans and / or euro denominated government debt, cash or other investments that qualify as most liquid assets as described in article 416 paragraph 1 from the Regulation 575/2013 from the European Parliament and the Council of June 26, 2013 (the Capital Requirements Regulation).
Sale of assets	The RMBS should allow for the partial sale of any asset at an Optional Redemption Date (ORD).
Optional Redemption	The RMBS issuer can redeem a tranche of a transaction at a specific Optional Redemption Date. These Optional Redemption Dates match the maturity dates of the corresponding NHO's.
Voting rights	The holder of the most senior tranche (not being the seller if any part of the transaction is owned by the NHI) should have the qualifying majority to propose and vote for amendments in the (basic) terms of the RMBS. These amendments include among others the termination of the transaction but also the date of (optional) redemption, interest basis and changes to payment dates.
Clearing	Euroclear Netherlands, Euroclear Bank and/or Clearstream or equivalent clearing institution.
Listing	On a regulated market within the European Economic Area.

A5.2. Voorwaarden & Condities NHO's (enkel Engelstalig beschikbaar)

This section describes the framework of the terms and conditions of the NHO's as envisaged to be issued during the initial phase of the NHI.

Introductory wording relating to the description of the notes, relevant documentation (paying agency agreement) and possibilities for noteholders to review these documents	
Form, Denomination and Title	(a) Form: bearer. (b) Denomination: (i) Currency: EUR. (ii) Min. denomination: €100,000. (c) Title: [standard clause] description how the rights under the notes and the guarantee can be transferred.
Status and Guarantee	(a) Status of the Notes: the ranking of the notes should be pari passu as between the notes themselves and other guaranteed unsecured, unsubordinated obligations of the Issuer. (b) Guarantee of the Notes: description of guarantee, timely payment of interest and principal on the notes. The guarantee should be irrevocable and unconditional.
Interest	(a) Frequency of interest payments: yearly. (b) Interest basis: fixed rate. (c) Default interest.
Redemption and Purchase	(a) Redemption possibilities: The full amount of principal is repayable on the final maturity date. (b) Possibility for the Issuer to purchase notes in the market and subsequently cancel the notes. Such purchase can take place in the open market or otherwise and at any price or at such price as approved by the Guarantor.
Payments	[standard clause] Description on how payments on the notes are to be made.
Guarantee Trigger Events and Non-Petition	(a) Guarantee Trigger Events. (i) Non payment by Issuer: - Grace period for payment of interest: 10 business days. - Grace period for payment of principal: 10 business days. (ii) Insolvency/ Winding up/ Analogous event relating to the Issuer. (b) Non-petition. Restriction on the noteholders towards the Issuer to take any legal action (including filing a request for insolvency of the Issuer) until payment on [all NHO's] have been made. [note that the occurrence of any Guarantee Trigger Event does not lead to an acceleration]
Prescription	Period during which claims for payment of interest and principal should be made, for example 5 years.
Replacement of Notes	[standard clause] Replacement of notes and coupons by the paying agent

and Coupons	in case of missing notes, theft, etc.
Paying Agents	[standard clause] Paying agent is the agent of the Issuer/Guarantor and does not have any obligation towards the noteholders. The Issuer/Guarantor retain the right to appoint another paying agent in case the paying agent is not required to withhold amounts on the basis of EC Directive 2003/48/EC. Any change in the paying agent shall be notified to the noteholders.
Meetings of Noteholders; Modification	(a) Meetings of Noteholders: reference to the provisions in the paying agency agreement relating to noteholder meetings, required majorities (relating attending a meeting and voting at such meeting) for certain decisions (so called "Reserved Matters"). The meeting of noteholders shall be in line with the collective action clause as used for bonds issued by The State of The Netherlands. (b) Modification: possibilities for changes to the notes and the conditions without consent of the noteholders (for example in case of a manifest error). Any modification to the Terms and Conditions of the Notes require the prior written consent of the Guarantor.
Further Issues	Possibility to issue further notes which are fungible with the conditions of notes previously issued and which are to form one series (including final maturity date and applicable interest rate).
Notices	[standard clause] Methods for publications of notices to noteholders (for example daily newspapers distributed throughout The Netherlands, clearing systems).
Governing Law and Jurisdiction	(a) Governing Law: Dutch law. (b) Jurisdiction: a court in The Netherlands.

Appendix bij hoofdstuk 6

A6.1. Industrie-analyse van het potentieel haalbare NHO-volume

De omvang van het tot de NHI toelaatbare NHG-volume wordt in eerste instantie bepaald door de verwachting van het volume nieuw verstrekte NHG-hypotheken en NHG-renteherzieningen.[82] Het verwachte volume van nieuwe NHG-verstrekkingen zal positief beïnvloed kunnen worden door het aantrekken van de huizenmarkt, namelijk via grotere transactievolumes. Daar staat tegenover dat bij aanhoudend (prijs-)herstel op de huizenmarkt een (toenemend) deel van de transacties boven de NHG grens zal vallen, terwijl de NHG-grens zelf stapsgewijs naar beneden gebracht gaat worden.[83] Overigens adviseren de woningfinanciers in de NHI-stuurgroep het kabinet wat betreft de noodzakelijk geachte herpositionering van de NHG, een verder commitment aan te gaan, gericht op de gewenste normalisering van het NHG-aandeel in de hypotheekproductie. Wel verdient het aanbeveling de implementatie hiervan zo in te richten, dat een en ander niet contraproductief is voor het herstel van de woningmarkt. De herziening dient daarom plaats te vinden zodra de woningmarkt het toelaat.

Per saldo veronderstellen we in de onderstaande analyse voor de eenvoud dat het volume nieuw verstrekte NHG-hypotheken constant zal blijven op het niveau van 2013, er dus van uitgaande dat de genoemde tegengestelde ontwikkelingen elkaar grofweg compenseren de komende jaren.

Vervolgens kan vanuit de NHG-verstrekking per woningfinancier een totaal potentieel NHG-aanbod richting de NHI worden opgebouwd. Het volume dat door de grote bancaire woningfinanciers beschikbaar zou kunnen worden gesteld voor financiering via de NHI wordt ingeschat op €3½mrd per jaar. Merk op dat dit niet het volledige volume van nieuwe NHG-verstrekkingen door deze partijen betreft. Er worden in deze berekeningen aannames gedaan voor wat betreft de NHG volumes die deze partijen middels alternatieve bronnen (wensen te blijven) financieren.[84] Hierbij wordt er overigens wel van uitgegaan dat de hoeveelheid onderpand welke door de woningfinanciers verstrekt dient te worden (de activabeklemming), beperkt blijft tot aanvaardbare niveaus. Indien in de structuur meer onderpand vereist is, zal dit de groei van de NHI sterk negatief beïnvloeden, aangezien het voordeel als alternatief financieringsinstrument hiermee grotendeels verdwijnt. Dit wordt nader behandeld in paragraaf 6.3.2.

Overige woningfinanciers (met name verzekeraars en kleinere partijen) hebben voldoende volumes van nieuwe NHG-verstrekkingen om gezamenlijk een totaal van ongeveer €2½mrd per jaar aan NHG-volume bij de NHI onder te brengen op basis van huidige marktaandelen. Deze inschatting is echter een stuk onzekerder, aangezien voor veel van deze partijen geldt dat hun hypotheekproductie voor

---

[82] Hierbij wordt er vanuit gegaan dat de cumulatief nieuwe verstrekkingen en de nominale omvang van herzieningen gebruikt kunnen worden als toelaatbare securitisatie-volume voor de NHI.

[83] De kostengrens voor een hypotheek met Nationale Hypotheek Garantie (NHG) ligt momenteel op €290.000. Op 1 juli 2014 wordt dit plafond verlaagd naar €265.000, op 1 juli 2015 naar €245.000, op 1 juli 2016 naar €225.000 en vervolgens naar de gemiddelde woningprijs.

[84] Wegens diversificatie is de verwachting dat woningfinanciers niet alle benodigde financiering via de NHI laten lopen. De NHI is dus een aanvulling op de bestaande financieringsvormen en niet simpelweg een vervanging hiervan.

een belangrijk deel wordt gefinancierd vanuit andere bronnen (waaronder bij deze partijen intern beschikbare premiegelden) en het dus veel minder aantrekkelijk is om ter financiering via de NHI aan te bieden. Voorzichtigheidshalve kan gesteld worden dat de totale nieuwe NHG-productie ter financiering via de NHI €3½ tot €6 mrd per jaar kan bedragen.

In aanvulling op de nieuwe verstrekte NHG-hypotheken kan het voor de NHI beschikbare volume nog worden aangevuld door renteherzieningen op NHG-hypotheken. Aan de hand van gedetailleerde gegevens over de resterende duur van de rentevast periodes van verschillende generaties van NHG-hypotheken bij de grote bancaire woningfinanciers is hier de komende jaren op jaarbasis een volume van €1 à €2 mrd te verwachten.[85] Hierbij kunnen de fluctuaties op jaarbasis vrij groot zijn, vooral in de jaren direct na 2020, waarin veel rentevast periodes vervallen.

In totaliteit zou de komende jaren een volumegroei van de NHI op jaarbasis haalbaar moeten zijn van €4½ tot €8 mrd per jaar. In een periode van vijf jaar toegroeien naar een NHI-omvang van €50 mrd zoals geambieerd in Cie. AFW (2013) lijkt daarmee niet haalbaar. In vijf jaar tijd lijkt een volume van ongeveer €25 mrd haalbaar en over een langere periode van ongeveer acht jaar behoort €50 mrd tot de mogelijkheden, afhankelijk van de additionele volumes die gegenereerd kunnen worden door nieuwe toetreders.

[85] Deze inschatting is gemaakt op basis van vertrouwelijke detailinformatie over de NHG-portefeuilles van de vier grootste bancaire spelers in de markt en is opgehoogd om representatief te zijn voor de gehele markt.

Appendix bij hoofdstuk 7

A7.1. Stress scenario's van kredietbeoordelaars voor gedekte obligaties

	S&P[86]	Fitch[87]	Moody's[88]
Krediet-risico	• Gestreste verliezen op basis van AAA-scenario • Twee scenario's voor timing van betalingsproblemen en verliezen door de tijd	• Gestreste verliezen op basis van AAA-scenario • Drie scenario's voor timing van betalings-problemen en verliezen door de tijd	• Gestreste verliezen op basis van AAA-scenario • Scenario voor timing van verliezen door de tijd
Rente-Risico	• Vanaf maand 13 worden drie scenario's toegepast vanaf Euribor per moment van modelleren: - Stabiele rente - Stijgende rente met 2% per maand tot max 12% - Dalende rente met 2% per maand tot min. 2%	• Hoog en laag rentescenario (10% en 0,5%) • Korte termijn additionele schok tussen jaar 2 en 4	• Bepaling renterisico per transactie voor de portefeuille (indien geen swap) • Rentescenario voor gedekte obligatie afhankelijk van perio-de van blootstelling aan het risico
Vervroegd aflossings-Risico	• Hoog scenario: vervroegde aflossingen van 24% per jaar vanaf maand 13 • Laag scenario: vervroegde aflossingen 0,5% per jaar vanaf maand 13	• Hoog scenario: vervroegde aflossingen oplopend tot 25% per jaar • Laag scenario: vervroegde aflossin-gen van 3% per jaar	• Aannames voor ver-vroegde aflossingen worden per transactie bepaald • Doorgaans ligt de aanname tussen de 10% en 20%
Herfinan-cierings-Risico	• Verdiscontering van de kasstromen van de onderliggende woningfinancieringen • Op basis van Euribor plus opslag van 425 basispunten	• Verdiscontering van de kasstromen van de onderliggende woningfinancieringen • Gestreste rentescenario's plus een opslag tussen 240-300 basispunten	• Marktwaardebepaling op basis van een op-slag van 250 basis-punten die wordt toe-gepast voor de perio-de waarin dit risico bestaat en het deel van de portefeuille waar het betrekking op heeft.

[86] Bron: Standard & Poor's (2003, 2005, 2008, 2009a, 2009b, 2012a, 2012b, 2013).
[87] Bron: Fitch Ratings Limited (2012, 2013a, 2013b, 2013c, 2013d, 2013e, 2013f).
[88] Bron: Moody's Investors Service (2009, 2012, 2013).

A7.2. Drijvende factoren in de stress scenario's

De belangrijkste stressfactoren in de scenario analyse alsmede de basisstructuur van de activa en passiva in de NHI die wordt verondersteld in de stress tests worden hieronder beschreven (zie ook KPMG, 2013).

Rentedaling

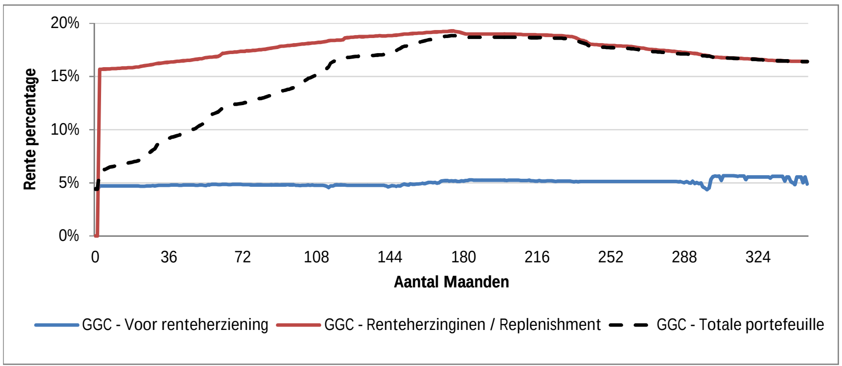
Vanaf de huidige 6-maands rente of het fictief hogere niveau van de rente wordt een rentedaling naar 0% gehanteerd. Voor de analyses van het fictieve toekomstige renteniveau is de volgende parallelle verschuiving van rentevoeten over de verschillende looptijden (de rentetermijnstructuur) toegepast met bijbehorende erop volgende rentedaling:

- Parallelle opwaartse verschuiving van X%, waarna een zodanige neerwaartse rentestress wordt toegepast dat de korte rente (6-maands Euribor) op 0,0% uitkomt.

Rentestijging

Conform stress scenario's van de rating bureaus wordt een zodanige opwaartse rentestress gehanteerd, dat de korte rente (6-maands Euribor) op 12% uitkomt. Figuur A7.1. toont het verloop van de gemiddeld gewogen rente van de hypotheekportefeuille. De gemiddelde rente van de hypotheekportefeuille wordt geleidelijk hoger omdat alleen op renteherziening of door replenishment hypotheken met een hogere coupon worden ingebracht.

Figuur A7.1. Hypotheekrente verloop bij een rentestijging



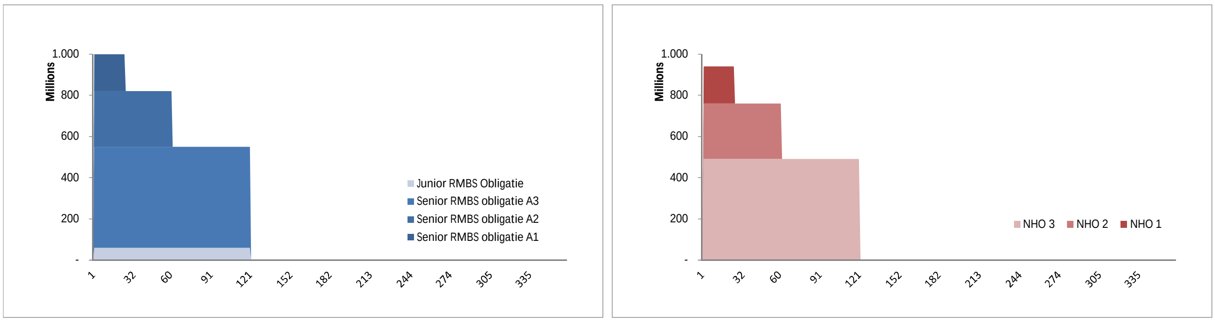
Gedwongen verkoop

De marktwaarde impact van een gedwongen verkoop wordt bewerkstelligd door een opslag van 425 basispunten boven op de marktrente (swap). Bij een hogere rente neemt de hypotheekportefeuille in waarde af.

Basisstructuur: RMBS & NHOs

De basisanalyse gaat uit van een RMBS structuur met drie senior tranches, waarvan de looptijden in figuur A7.2. zijn weergegeven. Naast de senior tranches bevat de RMBS structuur ook een subnote, welke dient om de eerste kredietverliezen op te vangen. De RMBS tranches hebben een vaste coupon.

Figuur A7.2. Looptijden van RMBS notes en NHO's



Tabel A7.1 toont de andere veronderstelde karakteristieken van zowel de RMBS obligaties als de NHO's. De uitgegeven NHO's zijn een spiegeling van de senior RMBS tranches, met dezelfde rente. Als additionele vorm van kredietbescherming, kent de RMBS structuur een excess spread van 0,25% op jaarbasis. De excess spread is het verschil tussen de te ontvangen rente vanuit de hypotheekportefeuille en de te betalen rente op de RMBS obligaties. Dit is een eerste vangnet voor kredietverliezen.

Tabel A7.1. Karakteristieken van de RMBS obligaties en NHO's

	RMBS (EUR)	NHO's (EUR)	Looptijd	Rente opslag	Swap + Opslag
Tranch A1	180.000.000	180.000.000	24 mnd	0,20%	0,80%
Tranch A2	270.000.000	270.000.000	60 mnd	0,50%	1,79%
Tranch A3	490.000.000	490.000.000	120 mnd	0,50%	2,61%
Totaal	940.000.000	940.000.000			

Vanaf het moment van een EoD stopt de aanvulling met nieuwe leningen en zullen (vervroegde) aflossingen direct worden doorbetaald op de RMBS'en. De RMBS'en zullen derhalve vanaf het EoD tussentijds aflossen. Aflossing vindt plaats in de volgorde A1, A2 en A3.

A7.3. Kwantificering van de mitigerende maatregelen die de NHI kan treffen

A7.3.1. Bepalen van het risico voor de Staat

De doorrekening van de uitgangspositie levert een uitkomst op in de vorm van een financieel resultaat voor de Staat als gevolg van het aanspreken van de garantie in elk van de twee stress scenario's. Het resultaat wordt weergegeven als het procentuele verlies op de nominale waarde van de uitgegeven NHO's in de basisanalyse. De effecten van de mitigerende maatregelen op de verliezen in het basisscenario worden vervolgens per stress scenario beschreven.

De uitgangspositie[89] omvat:

- Een doorsnee NHG-hypotheekportefeuille – met een renteduratie van 3,7 jaar en een CPR van 4,5%
- De RMBS structuur uit appendix A7.2 en de daaraan gekoppelde NHO's. Dat wil zeggen een RMBS gebaseerd op een portefeuille hypotheken met een nominale omvang van € 1 miljard, op basis waarvan NHO-financiering wordt aangetrokken van € 940 miljoen. De NHO looptijden zijn 2, 5 en 10 jaar.
- De stress scenario's geschetst in tabel 7.1 in de hoofdtekst.

Aanvullende aannames voor het basisscenario zijn:

- Er is een EoD van de woningfinancier na 12 maanden
- De renteherzieningen na het EoD worden doorgerold en krijgen de dan geldende nieuwe rente
- De cumulatieve kredietverliezen in de portefeuille zijn 6% van de hoofdsom (gelijk aan subnote)
- Een renteopslag (discount spread) van 425 basispunten die de gedwongen verkoop reflecteert.

A7.3.2 Kwantificeren ALM-risico's na EoD bij woningfinancier

Het renterisico, al dan niet in combinatie met vervroegde aflossingen, vormen samen het ALM-risico voor de Staat uit hoofde van de op NHO's verstrekte garanties. Het ALM-risico in de analyse / het model materialiseert zich in twee specifieke gevallen:

1. Bij tussentijdse aflossingen van de hypotheekportefeuille à Resultaten tussentijdse koop NHO's
De vervroegde aflossingen komen nominaal ('kas') binnen bij de NHI en wanneer dit wordt aangewend om in een laag-rentescenario NHO's (hoge waarde) in de markt terug te kopen resulteert dit in een negatief resultaat. Het resultaat voor de NHI wordt negatiever naarmate de daling van de rente scherper is en het tempo van vervroegde aflossingen hoger ligt.

2. Bij aflossing van de NHO's op einddatum à Resultaten bij verkoop hypotheken
Het nominale bedrag van de NHO moet op de einddatum afgelost worden. Op einde looptijd van een NHO wordt bepaald welk deel van de oorspronkelijke hoofdsom nog uitstaat (vervroegde aflossingen zijn dan al aangewend om een deel van de NHO af te lossen) en dit deel wordt afgelost door voor hetzelfde nominale bedrag hypotheken in de markt te verkopen. Bij een hoog-rentescenario, waar de hypotheken onder hun nominale waarde noteren leidt dit tot een negatief resultaat.

[89] De uitgangspositie is overgenomen uit het KPMG rapport (KPMG, 2013).

Bovenstaande is de wijze waarop de ALM-risico's in de analyse gekwantificeerd worden. Omdat de subnote bij aanvang al wordt verpand aan de zekerhedenagent ten behoeve van de NHI en herverpand aan de Staat wordt dit mitigerend effect meegenomen in het bepalen van het 'Tussenresultaat' in het basisscenario (figuur A7.3). Nadat het (negatieve) tussenresultaat voor de Staat in het basisscenario is vastgesteld, wordt het benodigde extra onderpand (het overcollateral) zo bepaald dat de RMBS structuur per saldo geen verliezen meer oplevert voor de Staat. Het onderpand in de RMBS structuur is in de vorm van extra hypotheken. In de tweede analyse worden de effecten van de risicomitigerende maatregelen meegenomen alvorens het overcollateral wordt vastgesteld.

Figuur A7.3. Bepaling van het overcollateral bij verschillende mitigerende maatregelen

Basisscenario		Basisscenario + mitigerende maatregelen	
Resultaten bij verkoop hypotheken		Resultaten bij verkoop hypotheken	
Resultaten tussentijdse koop NHO's		Resultaten tussentijdse koop NHO's	
Verkoop van junior note	+	Verkoop van junior note	+
Tussen resultaat		Tussen resultaat	
		Mitigerende maatregelen	+
Overcollateral	+	Overcollateral	+
Nul resultaat	**=**	**Nul resultaat**	=

A7.3.3. Implicaties bij het kwantificeren van de ALM-risico's

Bij het kwantificeren van de ALM-risico's vormt de hypotheekportefeuille de actiefzijde van de balans en vormen de uitstaande NHO's de passiefzijde. Deze uitgangspositie kan verondersteld worden omdat de NHI de beschikking heeft over alle tranches van de RMBS en daarnaast de optie heeft bij een EoD de swap altijd zonder te betalen over te nemen[90], ondanks dat het instrument een positieve waarde kan hebben.[91] Deze optie is dus per definitie gunstig voor de Staat.

Het wel of niet beëindigen van de RMBS structuur bij een rentedaling en hoge vervroegde aflossingen maakt conceptueel niet uit, omdat de NHI in beide gevallen de ontvangen kasmiddelen moet aanwenden om NHO's in de markt terug te kopen.

Echter, in het geval van een rentestijging in combinatie met lage vervroegde aflossingen kan de NHI ervoor kiezen de RMBS structuur in stand te laten. Indien de RMBS zo is gestructureerd dat na eindelooptijd van de NHO de RMBS een variabele rente gaat betalen, dan corresponderen de ALM-risico's hiervan niet met de ALM-risico's van de onderliggende hypotheekportefeuille. De geringere duratie van de variabel rentende RMBS ten opzichte van de hypotheken zorgt bij verkoop ten tijde van een rentestijging voor een significant minder groot marktwaardeverlies ten opzichte van diezelfde hypotheken. Het verlies bij verkoop van de hypotheken kan door de NHI helemaal afgewend worden door na einde looptijd van de NHO nieuwe pass through NHO's uit te geven. Bij een rentestijging is het ALM-risico in deze variant teruggebracht tot spreadrisico (het risico dat de

[90] Een dergelijke mogelijkheid dient wel in de betreffende swap documentatie geregeld te zijn op het moment van het afsluiten van de swap en derhalve zal een dergelijke optie dan ook acceptabel dienen te zijn voor de swap tegenpartij, zie hiervoor paragraaf 5.1.3.
[91] Wanneer dit niet het geval is kunnen de activa niet uit de RMBS worden gehaald, heeft de NHI geen beschikking over de hypotheken en kan de structuur niet beëindigd worden.

rente op de hypotheekportefeuille lager is dan de rente die investeerders eisen op de te emitteren pass through NHO).

In het geval de RMBS een vaste coupon over de gehele juridische looptijd (hoge duratie) genereert, zal bij een rentestijging het marktwaardeverlies zo groot zijn dat de structuur opengebroken wordt en de onderliggende hypotheken vrijkomen om verkocht te worden. Aangezien de duratie van de hypotheken lager is dan de vastrentende RMBS zal het marktwaardeverlies bij een rentestijging geringer zijn. Deze variant is het uitgangspunt voor de kwantificering van de ALM-risico's bij een rentestijging.

A7.3.4. Resultaten bij een rentestijging

In de scenario's van tabel A7.2 waarbij de rente sterk stijgt en de vervroegde aflossingen slechts 0,5% per jaar bedragen, ontstaat een negatief resultaat wanneer het overcollateral beperkt blijft tot de subnote van 6%. Hierbij is al rekening gehouden met de risicomitigatie die de excess spread met zich meebrengt (0,25%). Scenario a in de tabel is het stress scenario dat in het huidige renteklimaat wordt toegepast door kredietbeoordelaars. De 6-maands (6M) rente stijgt van het huidige niveau van 0,34% naar 12%. De volgende scenario's zijn hiervan afgeleid en daarin stijgt de rente steeds met 11,5% vanaf het betreffende startpunt.

De negatieve resultaten ontstaan na EoD bij de woningfinancier en wanneer om er op de aflossingsdatum van een NHO hypotheken gedwongen moeten worden verkocht (om de NHO af te lossen) in een hoog-renteklimaat en met een discount spread (van 425 bp). Van het verlies van € 78,40 mln door het verkopen van hypotheken in het stress scenario dat bij het huidige niveau van de rente wordt toegepast, wordt € 12 mln veroorzaakt door de discount spread en € 64 mln door de (gestreste) stijging van de rentetermijnstructuur.

Tabel A7.2. Resultaten onder het basisscenario bij een rentestijging

#	CPR 0,5% 6M Rente	Resultaten bij verkoop van hypotheken	Resultaten tussentijdse koop NHO's	Verkoop van junior note	Tussen resultaat	%
a.	0,34% naar 12%	-78.399.728	9.166.580	4.056.191	-65.176.956	-6,93%
b.	1%, naar 12,5%	-75.289.873	8.816.661	3.887.270	-62.585.941	-6,66%
c.	2%, naar 13,5%	-71.053.001	8.376.205	3.560.372	-59.116.424	-6,29%
d.	3%, naar 14,5%	-67.111.958	7.961.091	3.260.997	-55.889.870	-5,95%
e.	4%, naar 15,5%	-63.441.385	7.569.652	2.986.847	-52.884.886	-5,63%
f.	5%, naar 16,5%	-60.018.465	7.200.344	2.735.809	-50.082.312	-5,33%
g.	6%, naar 17,5%	-56.822.641	6.851.734	2.505.945	-47.464.962	-5,05%

A7.3.5. Risicomitigerende maatregelen en overcollateral in een stijgend rentescenario

Overcollateral

Het negatieve resultaat van € 65,17 mln onder scenario a kan volledig worden gemitigeerd door extra hypotheken onder te brengen in de RMBS structuur. Tabel A7.4 toont dat het daarvoor benodigde extra onderpand € 72 mln bedraagt. Het totaal aan overcollateral onder het basisscenario zonder andere mitigerende maatregelen is dan 13,23%. De 6% subnote plus de 7,2% extra overcollateral.

Uitponding

Uitponding als risicomitigerende maatregel leidt tot een reductie van het negatieve resultaat naar nihil (of zelfs positief) in het scenario waarbij de rente stijgt, gegeven het huidige niveau van de rente en de vorm van de rentetermijnstructuur. In het hoge rentescenario zijn de NHO's (hogere duratie) minder waard in de markt dan de nominale waarde van de hypotheekportefeuille. Het verschil in marktwaarde moet eveneens de waarde representeren van de balanced guaranteed swap die mogelijk onderdeel is van de RMBS structuur. Dit waardeverschil wordt vastgezet op het moment dat er uitgepond gaat worden en kan eventueel te gelde worden gemaakt door een forward starting receiver swap aan te gaan.[92]

Alternatieve looptijden

Bij een stijging van de rente zal het overcollateral afnemen naarmate de NHO's langer looptijden hebben. De renteherzieningen rollen met een hogere rente door en hebben zodoende op het moment dat er hypotheken uit de RMBS structuur gehaald moeten worden om de NHO af te lossen een hogere rente en dus een hogere waarde. Wanneer de periode tot aflossing van de NHO langer wordt, zijn er meer hypotheekleningen herzien met een hogere rente. De hypotheken die verkocht moeten worden om de laatste NHO af te lossen hebben zodoende een hogere marktwaarde na 5 jaar dan naar 2 jaar. Tabel A7.3 geeft de nieuwe set aan looptijden van de NHO's weer die is doorgerekend onder deze risicomitigerende maatregel.

Tabel A7.3. Alternatieve looptijden als risicomitigatie

Hoofdsom	Percentage	Uitgangspositie	Nieuw
180.000.000	19,1%	2 jr	5 jr
270.000.000	28,7%	5 jr	5 jr
490.000.000	52,1%	10 jr	10 jr

Pass through

Deze risicomitigerende maatregel is niet van toepassing in een stijgend renteklimaat en geringe vervroegde aflossingen.

Tabel A7.4. Mitigerende maatregelen en extra overcollateral bij een rentestijging

				Effect in EUR			Overcollateral incl. junior note van 6%			
#	CPR 0,5% 6M Rente	Tussen resultaat	%	Uitponden	Alternatieve looptijden	Pass-through	Basis-scenario	Uitponden	Alternatieve looptijden	Pass through
a.	0,34% naar 12%	-65.176.956	-6,93%	126.600.048	30.409.190	-9.166.580	13,23%	6,00%	9,77%	n.v.t.
b.	1%, naar 12,5%	-62.585.941	-6,66%	122.496.768	29.654.664	-8.816.661	12,92%	6,00%	9,57%	n.v.t.
c.	2%, naar 13,5%	-59.116.424	-6,29%	118.231.897	28.936.845	-8.376.205	12,53%	6,00%	9,27%	n.v.t.
d.	3%, naar 14,5%	-55.889.870	-5,95%	114.198.525	28.233.013	-7.961.091	12,16%	6,00%	8,99%	n.v.t.
e.	4%, naar 15,5%	-52.884.886	-5,63%	110.380.569	27.542.899	-7.569.652	11,81%	6,00%	8,73%	n.v.t.
f.	5%, naar 16,5%	-50.082.312	-5,33%	106.763.370	26.866.250	-7.200.344	11,50%	6,00%	8,50%	n.v.t.
g.	6%, naar 17,5%	-47.464.962	-5,05%	103.333.531	26.202.825	-6.851.734	11,20%	6,00%	8,29%	n.v.t.

[92] In het geval de hypotheekportefeuille een duratie heeft van 3 en de NHO's van 6, moet er een forward starting receiver swap gekocht worden met als startdatum t+3 jaar die dan nog 3 jaar loopt. Dit is de periode waar er geen natuurlijk hedge is. De rentestijging wordt op deze manier vastgezet.

A7.3.6. Resultaten bij een rentedaling

Deze paragraaf geeft inzicht in de risico's en resultaten voor de NHI bij een rentedaling. Tabel A7.5 toont dat pas bij een daling van de rente naar 0% vanaf een niveau van 2% in combinatie met vervroegde aflossingen van 24%, er verliezen ontstaan voor de Staat onder het basisscenario. De verliezen vanaf scenario c treden op omdat de vervroegde aflossingen nominaal (als 'kas') binnen komen en aangewend moeten worden om tegen een hogere marktprijs (door gedaalde rente) de NHO's in de markt terug te kopen. Om dit negatieve resultaat[93] te mitigeren moet er extra hypotheken als onderpand ondergebracht worden in de RMBS structuur.

Tabel A7.5. Resultaten onder het basisscenario bij een rentedaling en een CPR van 24%.

#	6M Rente, CPR 24%	Resultaten bij verkoop van hypotheken	Resultaten tussentijdse koop NHO's	Verkoop van junior note	Tussen resultaat	%
a.	0,34%, naar 0,0%	-1.082.282	10.405.758	8.111.277	17.434.752	1,85%
b.	1%, naar 0,0%	-1.006.236	-5.979.011	8.141.278	1.156.031	0,12%
c.	2%, naar 0,0%	-890.137	-30.853.168	8.186.837	-23.556.468	-2,51%
d.	3%, naar 0,0%	-773.010	-55.785.201	8.232.488	-48.325.723	-5,14%
e.	4%, naar 0,0%	-654.891	-80.774.088	8.278.198	-73.150.781	-7,78%
f.	5%, naar 0,0%	-535.699	-104.639.531	8.230.244	-96.944.986	-10,31%
g.	8%, naar 0,0%	-173.236	-181.275.914	8.460.980	-172.988.170	-18,40%
h.	10%, naar 0,0%	72.559	-231.837.880	8.551.914	-223.213.407	-23,75%

A7.3.7. Risicomitigerende maatregelen en overcollateral in scenario stijgende rente:

Overcollateral in Basisscenario

Om het negatieve resultaat van een rentedaling in combinatie met een CPR van 24% te mitigeren, moeten extra hypotheken aan onderpand ondergebracht worden in de RMBS structuur. Voor scenario h in tabel A7.7 bedraagt bijvoorbeeld het extra onderpand € 311 mln (overcollateral van 31,1% bovenop de subnote van 6%) om tot een nul resultaat te komen. Omdat de extra toegevoegde hypotheken eveneens verliezen laten zien in een dergelijk stress scenario, moeten er meer hypotheken aan onderpand worden toegevoegd aan de RMBS structuur dan het nominale bedrag ('Tussenresultaat') dat gemitigeerd moet worden.

Uitponding

Bij een rentedaling zijn de NHO's (hogere duratie) meer waard dan de hypotheekportefeuille. Op moment van een EoD bij een woningfinancier wordt dit negatieve resultaat vastgezet. Als mitigerende maatregel is het dan ook niet van toepassing bij een rentedaling.

Alternatieve looptijden

Bij een daling van de rente zal het overcollateral afnemen naarmate de NHO's kortere looptijden hebben. Door de lagere duratie van de NHO's treden er minder marktwaardeverliezen op wanneer de vervroegde aflossingen worden aangewend om de NHO's terug te kopen in de markt. Tabel A7.6

[93] Dit geldt niet voor scenario a. Doordat de rentetermijnstructuur vrij stijl is, stijgt de toekomstige (theoretische) rentetermijnstructuur en daarmee noteert de NHO gedurende de looptijd onder par in scenario a. Het terugkopen van een obligatie onder par met binnengekomen cash van de vervroegde aflossingen zorgt voor het positieve resultaat. Dit tijdseffect neemt af naar mate de NHO dichter bij de einddatum komt en op par aflost.

geeft de nieuwe set aan looptijden weer die is doorgerekend onder deze risicomitigerende maatregel. De resultaten zijn weergegeven in tabel A7.7 in de kolom 'Alternatieve Looptijden'.

Tabel A7.6. Alternatieve looptijden als risicomitigatie

Hoofdsom	Percentage	Uitgangspositie	Nieuw
180,000,000	19.1%	2 jr	2 jr
270,000,000	28.7%	5 jr	5 jr
490,000,000	52.1%	10 jr	3 jr

Pass through

Wanneer deze risicomitigerende maatregel bij aanvang van een NHO uitgifte wordt toegepast komende de eventuele marktwaardeverliezen als gevolg van vervroegde aflossingen geheel voor rekening van de investeerder.

Tabel A7.7. Mitigerende maatregelen en extra overcollateral bij een rentedaling

				Effect in EUR			Overcollateral incl. junior note van 6%			
#	6M Rente, CPR 24%	**Tussen resultaat**	%	Uitponden	Alternatieve looptijden	Pass-through	Basis-scenario	Uitponden	Alternatieve looptijden	Pass through
a.	0,34%, naar 0,0%	17.434.752	1,85%	-12.154.616	-25.801.380	-10.405.758	6,00%	n.v.t.	6,87%	6,00%
b.	1%, naar 0,0%	1.156.031	0,12%	-34.808.662	-8.642.613	5.979.011	6,00%	n.v.t.	6,78%	6,00%
c.	2%, naar 0,0%	-23.556.468	-2,51%	-68.993.222	17.406.805	30.853.168	8,57%	n.v.t.	6,64%	6,00%
d.	3%, naar 0,0%	-48.325.723	-5,14%	-103.246.590	43.517.141	55.785.201	11,42%	n.v.t.	6,50%	6,00%
e.	4%, naar 0,0%	-73.150.781	-7,78%	-137.567.952	69.687.356	80.774.088	14,43%	n.v.t.	6,36%	6,00%
f.	5%, naar 0,0%	-96.944.986	-10,31%	-171.042.447	95.916.348	104.639.531	17,63%	n.v.t.	6,22%	6,00%
g.	8%, naar 0,0%	-172.988.170	-18,40%	-275.514.670	174.944.216	181.275.914	28,53%	n.v.t.	6,00%	6,00%
h.	10%, naar 0,0%	-223.213.407	-23,75%	-344.870.171	227.901.046	231.837.880	37,11%	n.v.t.	6,00%	6,00%

A7.3.8. Scenarioanalyse

In het stress scenario met hoge rente en lage vervroegde aflossingen, leidt verkorting van de looptijden van de NHO's tot een groter negatief resultaat dan in de basisanalyse. Echter, in het scenario waarbij de rente significant daalt, in combinatie met veel vervroegde aflossingen, leidt het verkorten van de looptijden van de NHO's juist tot een minder negatief resultaat. Deze tegenovergestelde dynamiek leidt tot een afweging in de bepaling van de looptijden van de NHO's.

Tabel A7.8 toont voor het dalende-rentescenario de hoeveelheid overcollateral ten opzichte van de oorspronkelijke hoofdsom van € 1 miljard om tot een nulmeting te komen. De gevoeligheidsanalyse laat zien dat het overcollateral significant minder wordt wanneer gekozen wordt voor minder lange NHO looptijden wanneer de rente hoog is en er vervolgens een rentedaling plaatsvindt. De korte duratie van de NHO's zorgt voor een geringere marktwaarde stijging ten tijde dat vervroegde aflossingen aangewend moeten worden om de NHO's terug te kopen in de markt.

Tabel A7.8. Impact NHO looptijden op benodigd overcollateral bij rentedaling

Allocatie	94% (ex junior note van 6%)		
	18%	27%	49%
Looptijden verdeling in jaren	2	5	10
	2	5	7
	2	5	5
	2	5	3
	2	5	2
	2	5	1

Overcollateral	CPR 24%				
6M rente	0,34% naar 0,0%	3% naar 0,0%	5% naar 0,0%	7% naar 0,0%	10,0% naar 0,0%
	6,0%	11,4%	17,6%	24,7%	37,1%
	6,0%	9,1%	12,4%	15,9%	21,5%
	6,0%	8,1%	9,8%	11,5%	14,3%
	6,8%	7,6%	8,1%	8,7%	9,5%
	6,9%	6,5%	6,2%	6,0%	6,0%
	6,8%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

Noot: Percentage van overcollateral (inclusief de subnote van 6%) bij een rentedaling naar 0% in combinatie met verschillende NHO looptijden.

Tabel A7.9 toont dat bij een rentestijging het overcollateral afneemt naar mate de NHO's langere looptijden hebben. De renteherzieningen rollen met een hogere rente door en hebben zodoende op het moment dat er hypotheken verkocht moeten worden om de NHO af te lossen een hogere rente en dus een hogere waarde.

Tabel A7.9. Impact NHO looptijden op benodigd overcollateral bij rentestijging

Allocatie	94% (ex junior note van 6%)			Overcollateral	CPR 0,5%				
	18%	27%	49%	6M rente	0,34% naar 12%	3%, naar 14,5%	5%, naar 16,5%	7%, naar 18,5%	10%, naar 21,5%
Looptijden verdeling in jaren	2	5	10		13,2%	12,2%	11,5%	10,9%	10,2%
	2	5	7		16,1%	14,5%	13,5%	12,6%	11,5%
	2	5	5		20,0%	17,8%	16,5%	15,3%	13,8%
	2	5	3		25,4%	22,6%	20,9%	19,4%	17,5%
	2	5	2		29,3%	26,3%	24,5%	22,8%	20,6%
	2	5	1		34,7%	31,5%	29,5%	27,7%	25,3%

Noot: Percentage van overcollateral (inclusief de subnote van 6%) bij een rentestijging in combinatie met verschillende NHO looptijden.

A7.3.9. Optimum van NHO looptijden

Tabel A7.10 toont het optimum van looptijden onder de verschillende startpunten van de 6-maands rente. Met het optimum wordt de verdeling van NHO looptijden bedoeld waar het overcollateral het geringst is. Het overcollateral percentage is het maximum aan overcollateral onder de twee stress scenario's (tabellen A7.8 en A7.9). In het geval de 6-maands rente op een hoog niveau ligt en de daling significant kan zijn (zowel in kans als in aantal basispunten), nemen de ALM-risico's af door uitgifte van NHO's met korte(re) looptijden. Onder het huidige renteklimaat en zonder risicomitigerende maatregelen is het optimum aan uit te geven NHO looptijden 2, 5 en 10 jaar. Wanneer het OC een beperkende factor is, kan doormiddel van het aanpassen van de looptijden het OC teruggebracht worden.

Tabel A7.10. Optimum looptijden bij verschillende rente-startpunten

Allocatie	94% (ex junior note van 6%)			Overcollateral	MAX (rente daling, rente stijging)				
	18%	27%	49%	6M rente	0,34%	3,0%	5,0%	7,0%	10,0%
Looptijden verdeling in jaren	2	5	10		13,2%	12,2%	17,6%	24,7%	37,1%
	2	5	7		16,1%	14,5%	13,5%	15,9%	21,5%
	2	5	5		20,0%	17,8%	16,5%	15,3%	14,3%
	2	5	3		25,4%	22,6%	20,9%	19,4%	17,5%
	2	5	2		29,3%	26,3%	24,5%	22,8%	20,6%
	2	5	1		34,7%	31,5%	29,5%	27,7%	25,3%

Noot: geen overige mitigerende maatregelen verondersteld.

A7.3.10. Uitponding

Vanaf het moment dat de woningfinancier failliet gaat ontstaat een 'open' renterisicopositie tussen enerzijds de NHO's met een vaste rente en anderzijds de hypotheekportefeuille waar de leningen door de tijd herzien met een andere rente. Het risico als gevolg van de 'mismatch' in renteherziening, wordt in het model bepaald door het verschil in marktwaarde tussen de hypotheekleningen en de NHO's. De marktwaarde van de hypotheekleningen wordt bepaald door de verwachte kasstromen op de hypotheekportefeuille te verdisconteren tegen de verwachte hypotheekrente op dat moment[94]. De marktwaarde van de NHO's wordt berekend door de verwachte kasstromen op de NHO's te

[94] Dit is een versimpeling van de modellering waarbij de negatieve convexiteit van de impliciete call-optie (recht op vervroegd (gedeeltelijk) boetevrij aflossen) buiten beschouwing wordt gelaten. Om dit mee te nemen zou een rentemodel en prepayment functie gebruikt moeten worden.

verdisconteren tegen de dan geldende rente. Dit waardeverschil wordt vastgezet op moment van een EoD bij een woningfinancier.
Tabel A7.11 toont dat bij een rentestijging in het basisscenario (met NHO looptijden van 2, 5 en 10 jaar) het marktwaardeverschil tussen de hypotheken en de NHO's de grootste bijdrage levert aan het positieve resultaat indien word overgegaan tot uitponding van de hypotheken.

De nettomarge is het resultaat van een brutomarge op de hypotheken onder aftrek van opslagen voor kosten (zoals bijvoorbeeld leningadministratie en ter dekking van risico's). De nettomarge wordt toegepast op de portefeuille voor leningen die een renteherziening hebben gehad tot aan het einde van de looptijd.

Tabel A7.11. Resultaten van uitponding

6M Rente	0,34% naar 12%
CPR	0,50%

Hypotheek marge	- 50 bp	0 bp	100 bp	150 bp
Marktwaarde hypotheken op default	637.587.956	637.587.956	637.587.956	637.587.956
Marktwaarde NHOs op default	-521.860.430	-521.860.430	-521.860.430	-521.860.430
Resultaat a.g.v. duratie verschil	115.727.526	115.727.526	115.727.526	115.727.526
Marktwaarde vervroegde aflossings boetes na default	596	596	596	596
Marktwaarde marge strip na default (inc resets)	-10.871.926	0	21.743.852	32.615.778
Totaal	220.583.722	231.455.648	253.199.500	264.071.426

Bovenstaande maakt duidelijk dat op moment van een EoD het duratieverschil tussen de NHO's en de hypotheekportefeuille de belangrijkste component is van het resultaat onder 'Uitponding'. Omdat er wordt gerekend met één rentescenario en dezelfde NHO looptijden is het resultaat als gevolg van het duratieverschil in elke kolom hetzelfde. Het duratieverschil wordt voornamelijk veroorzaakt doordat in de 'Uitgangssituatie' 49% wordt gealloceerd naar een 10-jaars NHO (iets minder dan een 10-jaars duratie) en de hypotheekportefeuille een duratie heeft van ongeveer 4 jaar.

De gevoeligheidsanalyse van tabel A7.12 toont het optimum van uit te geven NHO looptijden wanneer 'Uitponding' toegepast kan worden in een stijgend rentescenario. De aannames bij uitponding zijn:

- Verkoop subnote is niet meer van toepassing
- discount spread van 425 bp is op 0 bp gezet
- De te realiseren hypotheekmarge op de renteherzieningen bij uitponding is 150bp

Tabel A7.12. Impact uitponding op benodigd overcollateral bij rentestijging

Allocatie	94% (ex junior note van 6%)		
	18%	27%	49%
Looptijden verdeling in jaren	2	5	10
	2	5	7
	2	5	5
	2	5	3
	2	5	2
	2	5	1

Overcollateral	OC bij 'Uitponding'				
6M rente	0,34% naar 12%	3%, naar 14,5%	5%, naar 16,5%	7%, naar 18,5%	10%, naar 21,5%
	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
	12,70%	10,85%	9,68%	8,68%	7,58%
	25,05%	21,93%	19,10%	18,29%	16,09%
	34,19%	30,39%	28,07%	26,00%	23,29%
	45,96%	41,56%	38,96%	36,62%	33,51%

Noot: Percentage van overcollateral (inclusief 6% subnote) bij een rentestijging in het geval uitponding als mitigerende maatregel ingezet kan worden.

Wanneer de 6-maands rente laag is en de kans op een stijging niet mag worden uitgesloten, worden de ALM-risico's verminderd door NHO's uit te geven met langere looptijden. De resultaten geven aan dat het OC beperkt kan blijven tot 6,0% onder een sterk stijgend rente scenario en uitponding ingezet kan worden als mitigerende maatregel. Onder de voorwaarde dat de NHI voor 49% van de hoofdsom een 7 of 10-jaars NHO uitgeeft.

A7.3.11. Consequenties uitponding

Uitponding en andere risicomitigerende maatregelen vergen dat i) alle risicomitigerende maatregelen, inclusief een pass through, vooraf voorhanden zijn en ingezet kunnen worden als daar noodzaak toe is en ii) er na een EoD bij een woningfinancier voldoende gekwalificeerd personeel is of ingezet kan worden om in te schatten welke risicomitigerende maatregelen op welk moment ingezet moet worden.

A7.3.12. Verschuiving van NHO looptijden optimum bij uitponding

Wanneer 'Uitponding' altijd als een beschikbare mitigerende maatregel wordt beschouwd, kunnen de eventuele negatieve resultaten voor de Staat in een scenario dat de rente stijgt sterk gereduceerd worden of zelf naar nul worden teruggebracht. Dit zorgt voor een verschuiving van het optimum van looptijden van uit te geven NHO's omdat de mitigerende maatregel 'Alternatieve Looptijden' alleen hoeft te worden toegepast om de resultaten te mitigeren in het dalende rente scenario met hoge vervroegde aflossingen.

Tabel A7.13 toont het optimum van uit te geven NHO looptijden wanneer beide stress scenario's in acht worden genomen en 'Uitponding' als mitigerende maatregel ingezet kan worden. Het percentage overcollateral dat ondergebracht moet worden in de RMBS structuur is het maximale percentage aan overcollateral onder een rentestijging waarbij 'Uitponding' een optie is (tabel A7.12), dan wel een rentedaling (tabel A7.8). Naarmate de 6M op een hoger niveau komt te liggen, kan de NHI de ALM-risico's verkleinen door voor kortere NHO looptijden te kiezen.

Tabel A7.13. Optimum (groen) van overcollateral bij verschillende niveaus van de 6-maands rente

Allocatie	94% (ex junior note van 6%)		
	18%	27%	49%
Looptijden verdeling in jaren	2	5	10
	2	5	7
	2	5	5
	2	5	3
	2	5	2
	2	5	1

Overcollateral	MAX (rente daling, rente stijging & uitponding)				
6M rente	0,34%	3,0%	5,0%	7,0%	10,0%
	6,0%	11,4%	17,6%	24,7%	37,1%
	6,0%	9,1%	12,4%	15,9%	21,5%
	12,7%	10,9%	9,8%	11,5%	14,3%
	25,1%	21,9%	19,1%	18,3%	16,1%
	34,2%	30,4%	28,1%	26,0%	23,3%
	46,0%	41,6%	39,0%	36,6%	33,5%

Noot: Optimum van uit te geven NHO looptijden wanneer beide stress scenario's in acht worden genomen en 'Uitponding' als mitigerende maatregel ingezet kan worden

A7.4. Premiestelling: Drie verschillende benaderingen

Voor de premiestelling worden drie routes verkend:

- **Marktbenadering**: In deze benadering kijken we naar covered bond spreads als indicatie voor de premie die de markt vraagt voor het staartrisico dat wordt gelopen. Een covered bond waarin alleen NHG-hypotheken als onderpand dienen is de beste graadmeter, maar voor zo ver bekend niet voor handen. Uitgangspunt is om te kijken naar enkele minder perfect vergelijkbare covered bond spreads en aan te geven welke haken en ogen hier aan zitten om vervolgens op basis van een expert opinion een indicatie te geven wat we van de markt kunnen leren voor wat betreft de premie.
- **Premiestelling bij vergelijkbare instituten:** Hierbij wordt gekeken naar de premiestelling bij de Canadian Mortgage and Housing Association (CMHC) en Kredietanstalt für Wiederaufbau (KfW). Omdat deze instellingen anders zijn gestructureerd dan de NHI, zijn premies niet één-op-één vergelijkbaar, maar een analyse moet wel een indruk geven van premies die gevraagd worden voor vergelijkbare risico's.
- **Theoretische benadering**: Deze benadering is hieronder ter informatie uitgewerkt. Daarbij wordt middels een gevoeligheidsanalyse een beeld gegeven van de mate waarin de aannames de premie beïnvloeden.

Op basis van de theoretische benadering zal een premie vastgesteld moeten worden, waarbij de doelstelling is om te komen tot een premie die in lijn is met marktindicaties en overeenkomt met de premiestelling bij vergelijkbare instituten. Deze premiestelling zal vervolgens extern gevalideerd moeten worden.

A7.4.1. De impliciete marktbenadering

De NHI moet zo gestructureerd worden dat er geen verliezen voor de Staat mogen optreden binnen de stress scenario's zoals gedefinieerd door rating agencies voor covered bonds. Dat betekent dat de Staat dezelfde risico's zou moeten lopen als de koper van een covered bond. Om een marktindicatie te krijgen voor de prijs van dit risico lijkt het daarom voor de hand te liggen om te analyseren welke risicopremie kopers van covered bonds vragen bovenop de risicovrije rente. Deze paragraaf beschrijft achtereenvolgens verschillende impliciete marktbenaderingen en plaatst bij elk van deze benaderingen enkele kanttekeningen.

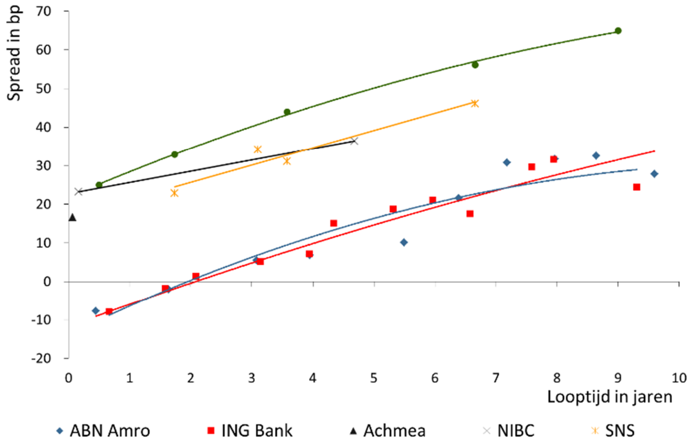
Analyse van verschillende Nederlandse covered bond spreads

Onderstaande figuur (figuur A7.4.) reflecteert de spread tussen de referentierente en de rente die kopers in de markt voor covered bonds vragen. De swaprente is hier genomen als referentierente. Deze spread reflecteert het risico dat i) een hypotheekverstrekker failliet gaat en ii) dat zich tegelijkertijd een stress scenario voordoet dat extremer is dan rating agencies aannemen wanneer zij de hoeveelheid onderpand voor een covered bond vaststellen. Daarbij kijken rating agencies zowel naar kredietrisico op de hypotheken als naar marktrisico (schommelingen in rente en aflossingspatronen).

De risico opslag die gevraagd wordt, is afhankelijk van de uitgevende instelling, de looptijd en het type covered bond (hard of soft bullet, voldoet aan formele eisen van DNB of niet). In onderstaande figuur (figuur A7.4.) verwijzen de stippen naar waarnemingen in de markt en worden deze resultaten geëxtrapoleerd om een schatting te geven van de gevraagde risicopremie bij verschillende loop-

tijden. De resultaten zijn daarom minder betrouwbaar voor partijen die relatief weinig covered bonds uit hebben staan. Voor partijen die geen covered bonds uit hebben staan is er uiteraard geen marktindicatie voorhanden.

Figuur A7.4. Covered Bonds spreads boven swap. Indicatie voor conditioneel ALM-risico?



Bron: J.P. Morgan Covered Bond Analytics en Bloomberg

Afhankelijk van de looptijden en de uitgevende instelling kan de spread variëren van negatief tot meer dan 60 basispunten. De verschillen in de spread tussen de instellingen kunnen volgen uit de inschatting van de markt dat de uitgevende instelling failliet gaat en het verschil in liquiditeit van de covered bonds.

Kanttekeningen

Het is op basis van deze cijfers moeilijk om te bepalen in welke mate de spread tussen de risicovrije rente en de rente op covered bonds het gevolg is van verschillen in de risicoperceptie van de markt en verschillen in liquiditeit van de instrumenten. Daarmee kan het analyseren van covered bond spreads leiden tot een overschatting van de risicopremie.

Het onderpand bij covered bonds bestaat over het algemeen uit hypotheken zonder een NHG-garantie. In het geval van de NHI worden juist alleen NHG-hypotheken ingebracht als onderpand. Een rating agency houdt hier rekening mee wanneer zij analyseert hoeveel onderpand een woningfinancier onder een gedekte obligatie moet leggen om een AAA-rating te krijgen. Indien NHG-hypotheken als onderpand worden gebruikt zal de omvang van het onderpand kleiner zijn dan wanneer er geen NHG-hypotheken worden gebruikt. In de ogen van de rating agencies is er daarom geen verschil tussen een covered bond met en zonder NHG-hypotheken als onderpand: beide typen obligaties kunnen de door hen gedefinieerde stress doorstaan. De markt kan echter naar meerdere elementen kijken dan de rating van een gedekte obligatie en de stress scenario's die een rating agency toepast. Het is daarom mogelijk dat de markt een covered bond met NHG-hypotheken als onderpand anders inprijst dan een covered bond met niet-NHG-hypotheken als onderpand. Omdat er geen voorbeelden zijn van covered bonds met alleen maar NHG-hypotheken als onderpand, vormen de reguliere covered bonds een best guess voor een marktwaardering van deze risico's.

Hoe wordt omgegaan met partijen die geen of relatief weinig covered bonds uit hebben staan? Hiervoor kan een extra premie bovenop de spread uit de markt worden gevraagd. De vraag is hoe groot deze extra premie moet zijn en in welke mate deze premie het extra risico goed dekt.

A7.4.2. Benadering van vergelijkbare instellingen

CMHC (Canada)

Het Canadese garantiemodel bestaat feitelijk uit 3 elementen:

- Het (privaat of publiek) afdekken van het kredietrisico van de hypotheken. Dit is vergelijkbaar met de NHG.
- Het garanderen van tijdige en volledige betaling van rente en hoofdsom van gesecuritiseerde verzekerde hypotheken (via National Housing Act – Mortgage Backed Securities, of NHA-MBS). Dit kennen wij niet in Nederland.
- Het opkopen van een deel van de NHA-MBS door de uitgifte van hypotheekobligaties: Canada Mortgage Bonds (CMB's) die lijken op staatsobligaties. Dit is vergelijkbaar met de toekomstige Nederlandse Hypotheek Obligaties van de NHI.

De laatste stap in het Canadese model, waarbij NHA-MBS worden gekocht door de CHT (Canadese NHI), die vervolgens bullet bonds uitgeeft met staatsgarantie lijkt sterk op de beoogde werking van de NHI. In Canada wordt het ALM-risico binnen de CHT als één van de grootste risico's gezien. Om het ALM-risico dat bij de Staat belandt te beperken wordt gebruik gemaakt van swaps met geselecteerde tegenpartijen. In deze swaps worden de couponbetalingen op de onderliggende RMBS verruild met de couponbetalingen op de uitstaande NHO. Ook wordt middels deze swap het prepayment risico afgedekt. Het herfinancieringsrisico (risico dat de hypotheken langer lopen dan de NHO) is in Canada beperkt vanwege de korte (juridische) looptijd van hypotheken. Met deze constructie komt ook na een EoD van een deelnemende woningfinancier in beginsel geen ALM-risico bij de Canadese Staat terecht. Pas als een één van de geselecteerde swap-tegenpartijen failliet gaat, en er onvoldoende onderpand is gestort om de marktwaarde van de swap af te dekken kan een verlies voor de Staat ontstaan. Dit is een verschil met de NHI, waarbij het ALM-risico dat ontstaat na een EoD van de woningfinancier wordt gemitigeerd met OC en/of pass-through obligaties.

Ook kan gekeken worden naar de premie die woningfinanciers in Canada moeten betalen om mee te kunnen doen in het Canadese hypotheekmodel. Deze bedraagt circa 20 basispunten voor financiering met een looptijd van 5 jaar.

Kanttekeningen

De hypotheekmarkt in Canada is anders dan de Nederlandse. Canadese hypotheken hebben doorgaans een (juridische) looptijd van 5 jaar. Ook gelden in Canada vrij strenge restricties ten aanzien van de looptijd van de onderliggende hypotheken in de RMBS. Deze moeten qua juridische looptijd korter zijn dan de looptijd van de CMB. Dit zorgt ervoor dat het risico dat onvoldoende kasstromen binnenkomen om CMB notional te voldoen gereduceerd wordt (voor zover consumenten daadwerkelijk hun hypotheek kunnen aflossen). Hiermee wordt dus de ene helft van het ALM-risico gemitigeerd (rentestijging en CPR daling).

Deze analyse biedt geen mogelijkheden om individuele premies per instelling op de Nederlandse markt te vragen en is daarom lastig toepasbaar in de praktijk. Wel kan de spread als referentiepunt dienen waartegen een theoretische premiestelling kan worden afgezet.

KfW (Duitsland)
In Duitsland kunnen woningfinanciers gebruik maken van het PROVIDE platform van de KfW om de risico's op hypotheken af te dekken.

Het PROVIDE platform is een partially funded synthetische securitisatie die vooral bedoeld is om het kredietrisico op de referentieportefeuille (hypotheken) via de KfW over te dragen aan investeerders. Dit verlicht de kapitaalspositie van de woningfinancier en stelt deze in staat nieuwe hypotheken te origineren. Deze constructie was voor de crisis vooral gericht op kapitaal in plaats van funding.

Na de crisis wordt het echter ook gebruikt om hypotheken geschikt te maken voor Pfandbriefe. De originerende bank koopt de credit protection van de KfW. Niet toelaatbare hypotheken worden dan toelaatbaar gemaakt en gebruikt om via Pfandbriefe funding aan te trekken.

Het verschil tussen de KfW en de NHO's is groter dan het verschil tussen de NHI en de Canadese opzet. De KfW neemt alleen het kredietrisico over en levert geen funding. Door de garantie (ondersteund door de triple-A rating van de Duitse Federale Staat) is de woningfinancier in staat zelfstandig funding aan te trekken.

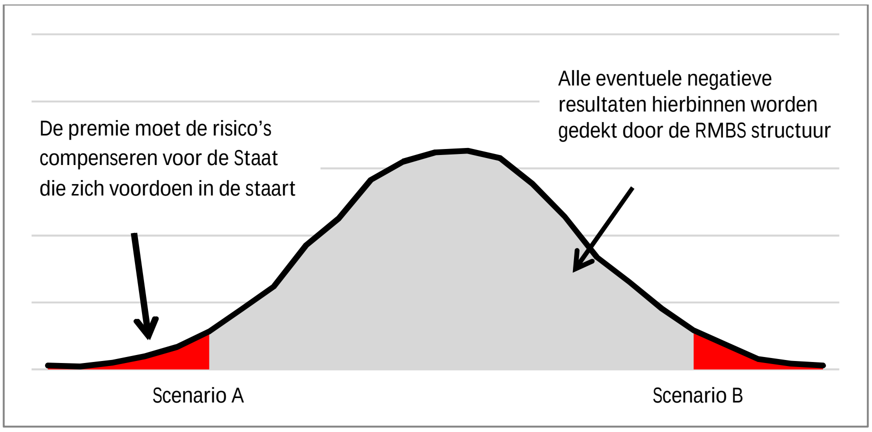
A7.4.3. Theoretische benadering
De gehanteerde benadering om de risicopremie te bepalen sluit aan bij de internal ratings-based (IRB) methode voor kredietrisico. De IRB benadering gaat uit van de gedachte dat het risico van een uitzetting van een partij (in dit geval de overheid) kan worden uitgedrukt in de termen:

- De kans op wanbetaling (probability of default, of PD)
- Het verwachte verlies op moment van wanbetaling (loss given default, of LGD)
- De verwachte uitzetting op moment van wanbetaling (exposure at default, of EAD)

De eerste twee variabelen betreffen kredietrisico. De derde variabele vertegenwoordigt het marktrisico (ALM-risico) wanneer een woningfinancier failleert. Op basis van deze invoerparameters wordt de uiteindelijke premie voor de staatgarantie bepaald. Het verwachte verlies volgend uit deze variabelen wordt als volgt berekend:

Verwachte verlies = PD * LGD * EAD

Figuur A7.5. De normale verdeling om de staartrisico's voor de overheid aan te geven waarvoor de premie dekkend moet zijn



Zoals aangegeven moet de premie het risico voor de Staat dekken indien zich scenario's voordoen buiten de scenario's (A en B in figuur A7.5.) die aansluiten bij de door ratingbureaus toegepaste stresstesten voor met hypotheken gedekte obligaties. Bovenstaande figuur geeft dit grafisch aan. Binnen de grenzen van scenario A en B mag de RMBS structuur geen verliezen laten zien. Daarbuiten, de staarten van de normaalverdeling (rode vlakken), moet de premie het risico voor de Staat dekken.

PD

De PD geeft weer hoe groot de kans is dat een tegenpartij binnen nu en een jaar haar verplichtingen onder het koop-verkoopcontract van de RMBS aan de NHI niet nakomt (zie paragraaf 5.1.2). Om de objectiviteit en transparantie te waarborgen is er gekozen om de openbare PDs (zonder support notches) van rating bureau Moody's te gebruiken om de cumulatieve kans op wanbetaling te bepalen voor een woningfinancier. De cumulatieve kans op wanbetaling is nodig omdat de premie éénmalig bij aanvang in rekening wordt gebracht. De rating schalen van de andere ratingbureaus –Standard and Poors (S&P) en Fitch– zijn hier 1-op-1 aan te relateren. Tabel A7.14 toont de cumulatieve gerealiseerde kansen op een wanbetaling voor financiële instellingen in de periode 1983 – 2010. De rating van de woningfinancier in combinatie met de gemiddeld gewogen looptijd van de uit te geven NHO's bepaalt de cumulatieve PD van de woningfinancier bij aanvang van de transactie. Wanneer woningfinanciers geen rating hebben worden zij ingeschaald op een Baa (gelijk aan BBB) niveau.

Tabel A7.14. Kans op een event of default binnen N jaar

Rating \ Jaren	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aaa	0,00%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
Aa	0,03%	0,09%	0,17%	0,26%	0,37%	0,46%	0,53%	0,58%	0,62%	0,67%
A	0,07%	0,20%	0,40%	0,60%	0,83%	1,05%	1,29%	1,56%	1,83%	2,10%
Baa	0,21%	0,54%	0,87%	1,26%	1,65%	1,99%	2,26%	2,57%	2,97%	3,50%
Ba	0,81%	2,26%	4,08%	5,64%	6,80%	7,83%	8,64%	9,42%	9,97%	10,33%

Noot: Gemiddelde cumulatieve default kansen voor financiële instellingen in de periode 1983 – 2010 Bron: Moody's Investor Services.

De uiteindelijke kans op wanbetaling die als input dient in het 'verwachte verlies' model zal een gewogen gemiddelde zijn van de looptijden van de uit te geven NHO's. Tabel A7.15 geeft een voorbeeld. De afgeronde cumulatieve kans op wanbetaling in zeven jaar voor een woningfinancier volgend uit tabel A7.14 is 1.29%.

Tabel A7.15. Gemiddeld gewogen looptijd voor NHO's

Hoodsom	Looptijd
180.000.000	2,0
270.000.000	5,0
490.000.000	10,0
940.000.000	7,0

LGD

De LGD geeft aan hoe hoog het verwachte verlies naar verwachting is bij wanbetaling. De LGD wordt uitgedrukt als percentage van het uitstaande bedrag op moment van wanbetaling. In de eenvoudige IRB worden deze percentages voorgeschreven door de toezichthouder. In de geavanceerde IRB mogen instellingen de LGD zelf schatten. De hoogte van de LGD wordt met name bepaald door de opbrengsten van het uitwinnen van eventuele zekerheden of verhaalsmogelijkheden (de 'recoveries').

In publicaties van Moody's is informatie beschikbaar omtrent recovery's van financiële instellingen. Tabel A7.16 toont de gemiddelde recoveries voor de periode 2008-2010 en 1983-2007 voor uitsluitend financiële instellingen. De laatste kolom geeft het gemiddelde voor de hele periode.

Tabel A7.17. Overzicht van historische recoveries voor financiële instellingen

	2008-2010	1983-2007	1983-2010
Senior gedekte obligatie	38,5%	n.b.	38,5%
Senior ongedekte obligatie	32,5%	39,4%	37,7%
Achtergestelde obligatie	28,7%	27,9%	28,1%

Bron: Moody's Investor Services.[95]

Om de conservatieve insteek te borgen en de overheid comfort te geven wordt het verwachte verlies bij wanbetaling van een woningfinancier op 100% gesteld. De gehanteerde afslag gaat ervan uit dat het uitwinnen van zekerheden of verhaalsmogelijkheden geen enkele euro meer opbrengt.

EAD

De EAD geeft weer wat naar verwachting het uitstaande bedrag is op moment van wanbetaling. Omdat de subnote de kredietrisico's mitigeert en hiernaast de Staat al gedeeltelijk[96] gecompenseerd is voor het kredietrisico middels de NHG premie, is het ALM-risico de enige significante factor die de EAD bepaalt ten tijde van een default van de woningfinancier. Dit gegeven maakt echter dat het risico waarvoor premie betaald moet worden veel weg heeft van tegenpartijrisico. Tegenpartij-kredietrisico is het risico dat de tegenpartij van een financieel contract in default raakt gedurende de looptijd van het contract. Wat tegenpartijkredietrisico onder andere onderscheidt van 'gewoon' kredietrisico is dat voor kredietrisico de Exposure At Default (EAD) ex-ante wordt bepaald, terwijl bij tegenpartijkredietrisico de EAD onbekend is.

Overeenkomstig de benadering van tegenpartijrisico moet een model de exposure in de toekomst bepalen voor het tegenpartijkredietrisico, gebaseerd op veranderingen in de verschillende

[95] Moody's Investor Services, Defaults and Recoveries for Financial Institution Debt Issuers, 1983 – 2010.

[96] Zie eerdere beschrijving over de NHG garantie.

marktfactoren. Deze exposure heeft, evenals bij tegenpartijrisico, voor de overheid een conditioneel karakter omdat het ALM-risico zich pas materialiseert bij een EoD. De geschatte waarden van de exposure voor verschillende tijdstippen in de toekomst hebben een eigen kansverdeling en het gemiddelde van deze verdeling is de expected exposure (EE).

Kans van stress scenario buiten CB scenario's

De implicatie voor de premiestelling is echter dat de kans (praktisch) 0 is dat een marktconsistent model scenario's geneert buiten de twee stress scenario's. In het geval de kans van 0 wordt overgenomen, betekent dit dat er geen risico is voor de Staat in de staarten, omdat er simpelweg geen scenario's hierbuiten voorkomen in de toekomst.

Omdat simulaties in deze casus geen uitkomst bieden, heeft dit voor het inschatten van de verwachte blootstelling complicerende gevolgen. Het risico van de overheid is namelijk uit te drukken in de oppervlakte van de staart en deze wordt bepaald door de kans van een scenario te vermenigvuldigen met de bijbehorende exposure. Aangezien het risico in beide staarten zich kan voordoen, is er voor beide staarten een EAD bepaald. Omdat niet beide extreme stress scenario's tegelijkertijd kunnen optreden, wordt de maximale blootstelling onder beide staarten als input meegenomen voor de bepaling van de risicopremie.

Door het slechts denkbare moment van default te kiezen van de woningfinancier in combinatie met de nog meer opgerekte CB stress scenario's (zie tabel A7.18) wordt de maximale exposure in euro's bepaald in beide staarten. Het grootste bedrag wordt vervolgens meegenomen in het 'Verwachte Verlies' model.

Tabel A7.18. Scenario voor premie berekening en kans

Scenario	6M Rente	CPR	Kans (onafhankelijke)
C	Stijging naar 15%	0,25%	1-op-10 jaar
D	Daling naar 0%	48,0%	1-op-10 jaar

De kans dat een dergelijk scenario zich kan voordoen is vastgesteld op 1-keer-in-de-10 jaar. Zowel de inschatting van het staartrisico als de kans is tot stand gekomen door middel van zogenaamd expert opinion. Zowel het Rijk als de NHI onderschrijven dat de scenario's in combinatie met de kansen een zeer conservatieve inschatting is van het staartrisico.

Onder de aanname dat de kans op een scenario onafhankelijk is, is de cumulatieve kans dat een scenario zich voordoet gelijk aan:

$$\text{Kans op scenario binnen N jaar} = 1 - P|\text{ scenario's niet plaatsgevonden}^{N}$$

Waar N correspondeert met de gemiddeld gewogen looptijd van de NHO. In dit geval is de kans dat een dergelijk scenario zich één keer voordoet in 7 jaar 52,2 procent.

Wrong way risk

Wrong way risk ontstaat zodra een tegenpartij geneigd is om in default te geraken ten tijde dat de exposure op deze partij relatief groot is. Wrong way risk doet zich voor wanneer de verliezen op

hypotheken in een extreem scenario – 6-maands rente naar 0 en CPR groter dan 24% - gepaard gaat met een verslechtering van de kredietwaardigheid van een woningfinancier. Dit speelt met name bij de (kleinere) hypotheekbanken met weinig gediversifieerde activiteiten.

De Baselse regelgeving voor banken geeft handvatten om hier op een eenvoudige manier mee om te gaan. Om het Wrong way risk te ondervangen in de bepaling van het verwachte verlies wordt de EAD met een factor 1,4 verhoogd voor een financiële instelling die geen toestemming heeft gekregen om deze factor zelf in te schatten. Als een financiële instelling zelf een inschatting maakt van de alfa factor geldt als vloer minimaal 1,2. De eigen schatting van banken voor de wrong way risk factor variëren van 1,07 – 1,10[97].

Een complicerende factor voor de premiestelling is dat alleen naar wrong way risk in de staart gekeken moet worden, terwijl de 40% verhoging van de EAD geldt als benadering van het risico onder alle marktscenario's (hele normaalverdeling). Dit gegeven in acht nemende wordt voorgesteld om de factor 1,4 te verhogen naar een factor van 2.

Premiestelling

Het model uit KPMG (2013) is gebruikt om de EAD te bepalen onder de verschillende stress-scenario's. Aangezien simulaties geen uitkomst bieden, zijn er twee extreme stress-scenario's (C en D) gedefinieerd waarvoor de premie dekkend moet zijn. De kans in combinatie met het resultaat representeert het staartrisico. De nulmeting is voor beide scenario's het uitgangspunt. De resultaten zijn de contante waarde van de volgende componenten:

Figuur A7.5. Uitgangspunt voor de premieberekening

Basisscenario + mitigerende maatregelen	
Resultaten bij verkoop hypotheken	
Resultaten tussentijdse koop NHO's	
Verkoop van junior note	+
Tussen resultaat	
Mitigerende maatregelen	+
Overcollateral	+
Nul resultaat	=

Het uitgangspunt dat het een marktconforme premie moet zijn, impliceert dat de huidige rentetermijnstructuur als startpunt moet worden genomen voor de stresstesten om de premie te bepalen. Dit is immers de markt op dit moment.

Perfecte storm

De EAD voor de premie vast wordt vastgesteld door de uitgangssituatie te stressen naar een perfecte storm waarin de verliezen voor de Staat het grootst zullen zijn. Dit scenario bestaat uit:

a. Extreme stress voor de rente en CPR
    - Rente naar 15% en CPR van 0.25%
    - Rente naar 0% en CPR van 48%

[97] CVA and Wrong Way Risk, John Hull land Alan White, University of Toronto, August 2011.

b. Er is geen rekening gehouden met mitigerende maatregelen
c. Het herfinancieren van NHO's is niet mogelijk
d. Het slechtste moment van default van een woningfinancier
e. Er wordt voor de slechts denkbare NHO looptijden gekozen gegeven de huidige rentetermijnstructuur

Bij een rentestijging

Bij een extreme stijging van de rente en een verwaarloosbare CPR ontstaat het grootste verlies van € 262 mln (zie tabel A7.19) wanneer na een jaar de helft (49%) van de hypotheekportefeuille verkocht moet worden om de 1-jaars NHO af te lossen. Onder de aanname dat de NHO niet geherfinancierd kan worden.

Tabel A7.19. Maximale verlies bij een rentestijging

Allocatie	94% (ex junior note van 6%)		
	18%	27%	49%
Looptijden verdeling	2	5	10
	2	5	7
	2	5	5
	2	5	3
	2	5	2
	2	5	1

Verlies in EUR	Perfecte Storm zonder mitigerende maatregelen				
Default moment	12 mnd	23 mnd	35 mnd	59 mnd	119 mnd
	-70.979.229	-84.778.013	-37.096.135	-58.524.649	-24.615.453
	-94.385.088	-111.609.505	-68.304.844	-101.611.658	n.a.
	-126.360.543	-148.209.675	-110.971.154	-160.654.082	n.a.
	-175.220.366	-203.863.153	-175.599.010	n.a.	n.a.
	-211.862.819	-245.524.687	n.a.	n.a.	n.a.
	-261.985.680	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Noot: 6M rente naar 15% en CPR van 0,25 zonder mitigerende maatregelen in het kiezen van de optimale looptijden. Het OC beperkt zich tot de subnote van 6%.

Bij een rentedaling

Het verder stressen van de CPR bij een rentedaling naar 0% heeft geen significante impact op de verliezen voor de Staat (zie tabel A7.20). Het maximale verlies voor de Staat is € 10 mln. Het verschuiven van het moment van default geeft ook geen groot verlies voor de Staat zelfs als er geen enkele mitigerende maatregelen toegepast hoeft te worden. Indien in de toekomst de 6-maands rente op een hoger niveau ligt, zullen de verwachte verliezen groter zijn.

Tabel A7.20. Maximale verlies bij een rentedaling

Allocatie	94% (ex junior note van 6%)		
	18%	27%	49%
Looptijden verdeling	2	5	10
	2	5	7
	2	5	5
	2	5	3
	2	5	2
	2	5	1

Verlies in EUR	Perfecte Storm zonder mitigerende maatregelen				
Default moment	12 mnd	23 mnd	35 mnd	59 mnd	119 mnd
10	9.335.590	11.545.220	13.535.846	18.060.623	9.710.969
7	11.338.391	13.584.094	15.333.403	9.007.232	n.a.
5	7.834.881	8.668.769	8.703.279	-10.367.282	n.a.
3	1.985.770	796.300	6.050.545	n.a.	n.a.
2	-4.398.132	-355.635	n.a.	n.a.	n.a.
1	1.312.661	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Noot: 6M rente naar 0% en CPR van 48% zonder mitigerende maatregelen en het kiezen van de optimale looptijden.

Bepalen premie

Bij de huidige rentestand en een rentestijging naar 12% is het maximale verlies dat door de Staat geleden kan worden € 262 mln. onder de aanname dat er geen mitigerende maatregelen kunnen worden toegepast. Omdat het een theoretische exercitie blijft met zulke extreme scenario's in combinatie met verwaarloosbare kansen, is er voor gekozen om de het maximale verlies van scenario C of D (zie tabel A7.21) als input voor de EAD te gebruiken. De EAD variabele in het verwachte verliesmodel is dus onafhankelijk van de woningfinancier en de uit te geven looptijden van de NHO.

Dit in tegenstelling tot de PD, welke wordt gebaseerd op de rating en het gewogen gemiddelde van de uit te geven NHO's.

Tabel A7.21. Uitgangssituatie (A en B) en resultaat voor de premiestelling voor zowel extreme scenario's

	Scenario A	Perfecte storm - C
Rente	van 0,34 naar 12%	van 0,34 naar 15%
CPR	0,50%	0,25%
moment van default	12 mnd	12 mnd
NHO looptijden	2, 5 en 10 jaar	2, 5 en 1 jaar
Mitigerende maatregel	Uitponding	Geen
OC	6% junior note	6% junior note
Resultaat in EUR	70.944.879	-261.985.680
Resultaat in %	7,5%	-27,9%

	Scenario B	Perfecte storm - D
Rente	van 0,34 naar 0%	van 0,34 naar 0%
CPR	24,0%	48,0%
moment van default	12 mnd	12 mnd
NHO looptijden	2, 5 en 10 jaar	2, 5 en 2 jaar
Mitigerende maatregel	Geen	Geen
OC	6% junior note	6% junior note
Resultaat in EUR	17.434.752	-10.367.282
Resultaat in %	1,9%	-1,1%

Om te komen tot de premie moeten de cumulatieve kans op wanbetaling (PD), het verwachte verlies op moment van wanbetaling (LGD), en de (maximale) verwachte uitzetting op moment van wanbetaling (EAD) ingevuld worden in de van toepassing zijnde IRB-formule. Tabel A7.22 toont de input voor het 'Verwachte Verlies' model voor een Bank met een A rating en een gemiddeld gewogen looptijd van de NHO's van 7 jaar.

Tabel A7.22. Input voor 'Verwachte Verliesmodel'

Variabele	Input	Opmerking
Hoofdsom	940,000,000	Hoofdsom van NHO's
EAD	-261,985,680	Max (Scenario C, Scenario D)
LGD	100%	Maximaal verondersteld
PD	1.29%	Zie Tabel 2, correspondeert met gem. gewogen NHO looptijden
Kans op scenario	52.2%	1-op-10 voor 7 jaar
WWR factor	2	Correctie voor Wrong-Way-Risk

Noot: Input voor verwachte verliesmodel voor een woningfinancier met een A rating en een gemiddeld gewogen looptijd van de NHO's van 7 jaar

Voor 'Woningfinancier X' met een A rating die een RMBS origineert met een gewogen gemiddelde looptijd van 7 jaar tot aflossing van de NHO's wordt de eenmalige premie voor de staatgarantie als volgt berekend:

$$\bullet\bullet\bullet\bullet\bullet\bullet\bullet\bullet\ \bullet\bullet = \frac{(\bullet\bullet\bullet\ 262\ \bullet\bullet\bullet)\bullet 2 \bullet 52{,}2\% \bullet 1{,}29\% \bullet 100\%}{940\ \bullet\bullet\bullet} \bullet 10000 = 37{,}5\ \bullet\bullet$$

Tabel A7.23 toont de risicopremie voor de verschillende looptijden en rating van de woningfinancier. De categorie 'geen rating' is gelijk gesteld met de 'BBB' rating categorie. De premie wordt eenmalig in rekening gebracht en is ten opzichte van de hoofdsom van de uit te geven NHO's.

Tabel A7.23. Eenmalige premie voor de staatsgarantie

Rating / Looptijd	1 jr	2 jr	3 jr	4 jr	5 jr	6 jr	7 jr	8 jr	9 jr	10 jr
Aaa	0.0	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Aa	0.9	2.6	4.9	7.6	10.8	13.4	15.4	16.9	18.0	19.5
A	2.0	5.8	11.6	17.4	24.1	30.5	37.5	45.4	53.2	61.1
Baa / Geen rating	6.1	15.7	25.3	36.6	48.0	57.9	65.7	74.7	86.4	101.8

Noot: Eenmalige premie in basispunten naar rating en gemiddeld gewogen looptijd van de te origineren NHO's

Naast de EAD zijn de overige variabelen ook al dermate conservatief vastgesteld dat het een kunstmatige exercitie zou betreffen wanneer nog een opslag zou volgen voor de onzekerheid in de variantie van het vastgestelde risico. Een groter verlies als gevolg van de ALM-risico's is dan ook niet haalbaar. De premie die hieruit volgt zou de Staat dan ook voldoende comfort moeten geven.

A7.5. Samenvatting van de zekerhedenstructuur

Zekerheden voor de RMBS structuur:

1. In de gebruikelijke RMBS structuur worden de gesecuritiseerde portefeuille hypothecaire vorderingen en (andere) vorderingsrechten van de Special Purpose Vehicle (SPV), waaronder die met betrekking tot bankrekeningen en swap rechten, verpand ten behoeve van de Noteholders. Deze structuur zal ook worden gebruikt voor de RMBS transacties waarvan de senior notes (de A Notes) aan de NHI verkocht worden. De pandrechten worden gehouden door een aparte stichting (de Security Trustee) ten behoeve van de NHI als houder van de A Notes en de andere transactiepartijen, zoals de aanbieder van de swap en eventuele verschaffers van overige faciliteiten binnen de RMBS. Er wordt gebruik gemaakt van de in de financiële markten gebruikelijke parallel debt structuur. Als de SPV wanpresteert ('default') onder de door haar uitgegeven notes (de Notes), zal de Security Trustee haar zekerheden kunnen uitwinnen, ter voldoening aan de verplichtingen van de SPV onder de Notes en jegens de andere transactiepartijen in overeenstemming met de transactie documentatie.
2. De RMBS structuur zal marktconform zijn (met inachtneming van benodigde wijzigingen voor aansluiting bij de door de NHI uit te geven NHO's), en zal een dienovereenkomstige credit rating kunnen krijgen. Zie punt (15) hierna.

Zekerheden voor de NHI structuur:

3. In de NHI structuur moeten zekerheden worden gevestigd voor de volgende verplichtingen:
   - de verplichtingen van de Woningfinancier (de WF) jegens de NHI onder de terugkoopovereenkomst (zoals de verplichting tot terugkoop van de A Notes op de optional redemption date, de zogeheten replenishment verplichtingen en de algemene vrijwaring) (de WF Verplichtingen);
   - de verplichtingen van de NHI jegens de Staat onder de Contragarantie (de NHI Verplichtingen).
   - Deze overeenkomsten dienen altijd onderling consistent te worden opgesteld.
4. Mocht de Staat betalen onder de staatsgarantie dan zal de Staat de NHI aanspreken onder de Contragarantie. De NHI zal zich dan wenden tot de Woningfinancier. Maar die zal in dat geval hoogstwaarschijnlijk niet kunnen nakomen (immers, de staatsgarantie is een last resort).
5. Tot zekerheid voor de nakoming van de NHI Verplichtingen zullen ten behoeve van de Staat zekerheidsrechten op de vermogensbestanddelen van de NHI worden gevestigd. Deze zekerheden zullen door een aparte stichting (de Nederlandse Hypotheek Uitwinnaar, of NHU) worden gehouden. Ook hier wordt gebruik gemaakt van de eerder genoemde parallel debt structuur.
6. De zekerheden worden niet rechtstreeks door de Staat gehouden maar door de NHU, zodat de Staat bij uitwinning van deze zekerheden enigszins op afstand staat. Hiermee wordt ook bereikt dat de zekerheden t.b.v. de NHI structuur geheel los komen te staan van de zekerheden t.b.v. de RMBS structuur.
7. De NHU zal de volgende pandrechten houden ten behoeve van de Staat:
   - Pandrecht of zekerheidseigendom over de A Notes;

- Pandrecht of zekerheidseigendom over de Sub Notes[98]; en
- Pandrecht over overige vermogensbestanddelen van de NHI, waaronder de bankrekeningen van de NHI waarop de betalingen ten aanzien van de coupon en hoofdsommen van de RMBS'en worden ontvangen en de bankrekeningen van de NHI waarop het statiegeldkapitaal wordt aangehouden.[99]

Kooprecht en zekerheden voor de nakoming van de WF verplichtingen:

8. Om flexibiliteit te maximaliseren zal ten behoeve van de NHI door de SPV een kooprecht aan de NHU worden verleend op de desbetreffende portefeuille hypothecaire vorderingen. Deze koopoptie kan worden uitgeoefend in het geval van (i) default van de SPV onder de Notes; en (ii) default van de WF.[100]
9. De koopsom onder de koopoptie zal in ieder geval gelijk moeten zijn aan (i) de nominale waarde van de hypothecaire vorderingen minus bedragen die in de RMBS reeds zijn afgeschreven op de Notes en een verdere afslag voor hypothecaire vorderingen met een lange achterstand, in ieder geval zal dit voldoende moeten zijn om de notes volledig te doen aflossen gecorrigeerd met (ii) de (gecombineerde) waarde van de verplichtingen onder de front swap en, indien van toepassing, de back-to-back swap. De koopsom onder de koopoptie wordt voldaan door verrekening met de verplichtingen van de SPV onder de Notes. Eventuele vorderingen van senior ranking crediteuren van de SPV zullen, in ieder geval, door of namens de NHU moeten worden voldaan.
10. De NHU zal de volgende zekerheids- en contractuele rechten houden ten behoeve van de NHI:
    - pandrecht of zekerheidseigendom over de Sub Notes[101]; en
    - een eerste pandrecht op vorderingen van de WF ofwel onder de front swap (als de WF de swap counterparty van de SPV is) ofwel onder de back-to-back swap (als een derde partij de swap counterparty van de SPV is).

    Naast deze zekerheden krijgt de NHI het recht om de 'servicing' van de hypothecaire vorderingen te doen overnemen door een door haar aan te wijzen 'servicer' na een faillissement van de WF overeenkomstig de voorwaarden van de RMBS.

    Ook voor de hierboven genoemde zekerheden wordt de zogeheten parallel debt constructie gebruikt.

[98] Er zal nog moeten worden bevestigd of het pandrecht / zekerheidseigendom op de Sub Notes verenigbaar is met de zogeheten 5% equity retention verplichting van de WF onder artikel 405 van de Capital Requirements Regulation (CRR). Aannemende dat met vestiging van het pandrecht / overdracht tot zekerheid van de Sub Notes geen overgang van kredietrisico door de WF aan de NHI wordt beoogd, lijkt een dergelijke zekerheids-verschaffing verenigbaar met artikel 405 CRR.

[99] De NHI heeft verder een operationele buffer en werkkapitaal (bedoeld voor operationele events, respectievelijk continuïteit). Deze behoren niet tot de zekerheden, maar zijn bestemd om de continuïteit van de NHI te waarborgen, de inkomende en uitgaande kasstromen te matchen met betrekking tot de operationele kosten van de NHI, en eventuele rentelasten van een getrokken kasfaciliteit indien en voor zover de NHI de veroorzaker is van het betreffende kastekort.

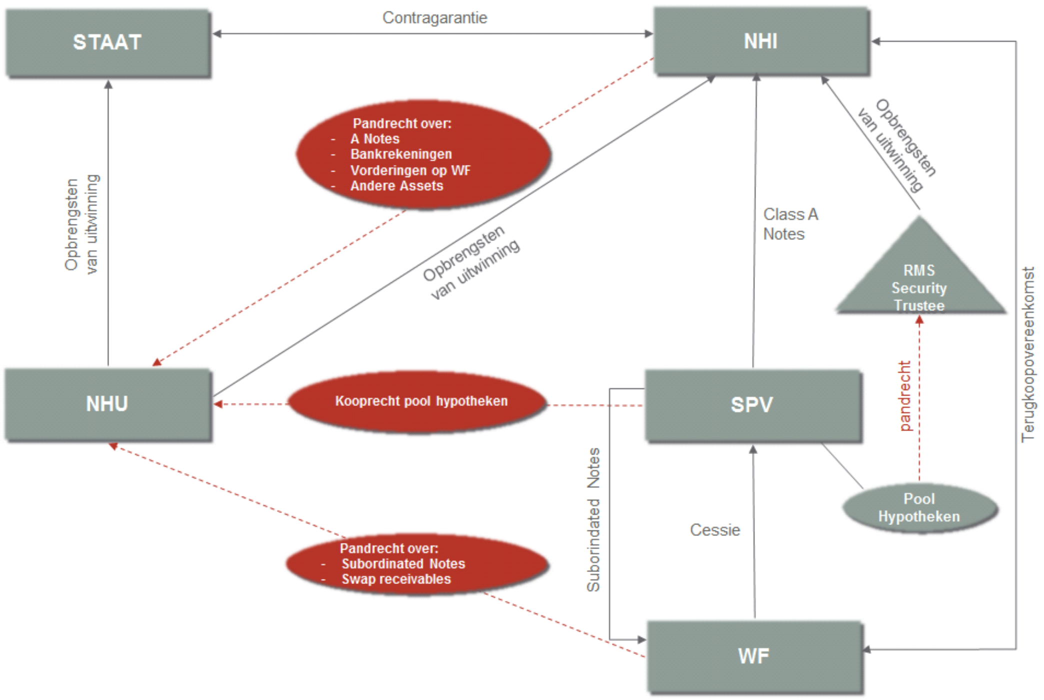
[100] De replenishment verplichting van de WF zal niet in de RMBS documentatie worden opgenomen (want is niet markt-conform), maar in de terugkoopovereenkomst als een verplichting van de WF jegens de NHI.

[101] Er wordt één pandrecht of zekerheidseigendom gevestigd, zowel ten behoeve van de Staat (zie onder 7(b)) als ten behoeve van de NHI, om verschillende verplichtingen (respectievelijk jegens de Staat en de NHI) af te dekken.

Wanprestatie van de WF:

11. Indien en zodra de WF in verzuim is (er zal in beginsel een grace period van 10 dagen van toepassing zijn),[102] kan de NHI (via de NHU) controle krijgen over de Notes of de hypothecaire vorderingen, ongeacht of er dan ook reeds een default is of verwacht mag worden onder de NHO's.[103] Bij uitwinning zal rekening worden gehouden met de waarde van de Sub Notes.[104]
12. Waarom zowel een pandrecht op de Sub Notes en een contractueel recht tot koop van de hypothecaire vorderingen? De combinatie geeft de NHU de keuze tussen enerzijds toe-eigening van het eigendom van de Notes en anderzijds toe-eigening van de hypothecaire vorderingen. De NHU (op instructie van de NHI) kan vervolgens besluiten de Notes of de hypothecaire vorderingen te verkopen of zelf de cash flows te blijven ontvangen. De keuze om cash flows zelf te blijven ontvangen kan bijvoorbeeld gemaakt worden in het scenario dat, gegeven de marktomstandigheden, verkoop van de Notes of de hypothecaire vorderingen ongunstig zou zijn. Voorts is mogelijk dat de kosten van de RMBS structuur reden voor de NHI zijn om de hypothecaire vorderingen naar zich toe te trekken.

Figuur A7.6. Schematische weergave van de zekerhedenstructuur



Surplus na uitwinning WF zekerheden:

13. Indien de WF zekerheden zijn uitgewonnen, de desbetreffende NHO's volledig zijn voldaan voor dat deel waarvoor de desbetreffende WF verantwoordelijk voor is, en er geen verplichtingen van

[102] Indien de WF in verzuim is en niet voldoet aan haar verplichting om alsdan alle A Notes terug te kopen, zal zij een boete verbeuren aan de NHI die tenminste gelijk is aan het lagere van de nominale waarde van de sub-notes en de contante waarde van dat deel van de NHO's dat gekoppeld is aan de RMBS van de betreffende WF. Dit is om zeker te stellen dat er geen te verantwoorden overwaarde is die aan de WF moet worden teruggegeven, anders dan het in (13) genoemde surplus.
[103] Voor strategische keuze kan de NHU zich extern laten bijstaan op kosten van de structuur.
[104] Nader te bespreken door de stakeholders van de NHI structuur.

partijen meer resteren die moeten worden voldaan, zal een eventueel overschot aan de desbetreffende WF worden uitgekeerd.

Wanprestatie van de NHI:

14. Indien en zodra de NHI wanpresteert onder de Contragarantie kan de Staat (via de NHU) controle krijgen over de Notes en over de overige vermogensbestanddelen van de NHI voor zover betrekking hebbend op de betreffende RMBS. Daarmee kan de Staat de integrale RMBS structuur naar zich toe trekken en daaruit haar contragarantie-claims voldoen, voor zover de contragarantie-claims betrekking hebben / het gevolg zijn van wanprestatie door de WF die de RMBS heeft opgezet.

Zekerhedenstructuur en rating:

15. De RMBS zekerhedenstructuur wijkt niet af van wat marktconform is voor een RMBS transactie (met inachtneming van benodigde wijzigingen voor aansluiting bij de door de NHI uit te geven NHO's). Het enige verschil is de koopoptie die aan de NHU ten behoeve van de NHI is gegeven, en het recht om de 'servicing' van de hypothecaire vorderingen te doen overnemen door een door de NHI aan te wijzen 'servicer' (zie 10 hierboven). Wij verwachten dat rating agencies overtuigd kunnen worden dat deze koopoptie de rating niet zal beïnvloeden.

Rekening-courant faciliteit ten behoeve van de NHI ter ondersteuning van uitwinning zekerheden:

16. NHI krijgt de optie (niet de verplichting) een rekening-courantfaciliteit via een aparte bank-rekening in relatie tot de uitwinning aan te trekken van een of meer banken om een tekort in de funding van haar NHO verplichtingen af te dekken ter ondersteuning van de uitwinning van de zekerheden door de NHU105. Indien van die optie gebruik gemaakt wordt, zullen de betrokken banken proportioneel kunnen meedelen in de zekerheid die de Staat heeft verkregen op de bankrekening van de NHI waar de RMBS cash flows worden ontvangen. Deze rekening-courantfaciliteit zal een eventuele eerdere liquiditeitsfaciliteit vervangen voor zover deze faciliteit betrekking heeft op de NHO van de getroffen WF, en tevens dienen ter aanzuivering van het statiegeld-kapitaal en de operationele buffer, voor zover deze gebruikt zijn om een operationele fout die later blijkt een structureel tekort te betreffen (het statiegeld-kapitaal blijkt dan immers te zijn gebruikt als 'voorschot' op gebruik van de rekening-courant faciliteit), horend bij de getroffen NHO('s) (zie hieronder bij (17).

Liquiditeitsfaciliteit ten behoeve van dekking van operationele problemen binnen de NHI of een onderliggende RMBS (indien dat tot een late betaling onder de Notes leidt);

17. NHI krijgt de verplichting om niet-gecommitteerde liquiditeitsfaciliteit(en) aan te trekken van een of meer banken om een tijdelijk tekort in de funding van haar NHO verplichtingen af te dekken die zijn ontstaan als gevolg van operationele problemen binnen de NHI of de onderliggende RMBS. Naar verwachting zijn dit tekorten van enkele dagen die veroorzaakt worden door operationele fouten of storingen. De verstrekker van deze liquiditeitsfaciliteit zal gerechtigd zijn tot door de NHI ontvangen betalingen uit de RMBS indien en zodra deze door de NHI zijn ontvangen. Voor zover deze liquiditeitsfaciliteit getrokken is als gevolg van een operationele fout

[105] Eventueel kan er ook een bankrekening op naam van NHU geopend worden ter facilitering van de uitwinning van de zekerheden.

die later blijkt een structureel tekort te betreffen (bijvoorbeeld veroorzaakt door faillissement van de desbetreffende WF) en op dat moment nog niet is terugbetaald door de NHI, (immers een rekening-courant faciliteit zal niet onmiddellijk op datum faillissement beschikbaar zijn) moet de verstrekker van de liquiditeitsfaciliteit meedelen in de zekerheden op dezelfde manier als de verstrekker van de rekening-courantfaciliteit (beschreven onder (16)).

Kapitalisering van de NHI:

18. De WFs zullen additioneel kapitaal in de vorm van premies storten bij de NHI (het statiegeld-kapitaal). Dit kapitaal is niet rentedragend. Dit statiegeld-kapitaal kan door de NHI worden aangewend om tijdelijke liquiditeitstekorten af te dekken. Het statiegeld-kapitaal zal in elk geval worden aangewend indien, bij faillissement van een WF, de uitwinning van de zekerheden die de NHU voor de NHI en de Staat houdt onvoldoende zijn om de verplichtingen onder de NHO volledig af te dekken. Na faillissement van enig WF is er een wachtperiode van 2 jaar. Na afloop van deze wachtperiode wordt de waarde van de door of ten behoeve van de NHI gehouden zekerheden ingeschat en afgezet tegen de uitstaande voorgenoemde verplichtingen (inclusief de te verwachten kosten). Indien uit die schatting blijkt dat het statiegeld-kapitaal moet worden aangesproken, zal het kapitaal aldus geheel of gedeeltelijk kunnen worden aangewend / gereserveerd. Indien uit die schatting blijkt dat het kapitaal niet of slechts gedeeltelijk moet worden aangewend / gereserveerd, wordt het resterende overschot aan de NHI, of voor zover de RMBS'en van de betreffende WFs reeds zijn afgelost, de WFs terugbetaald. Indien het statiegeld-kapitaal wordt aangesproken, wordt het statiegeld-kapitaal via de premieheffing voor verkoop van nieuwe A Notes in de jaren daarna weer aangevuld.

Cash flows:

19. Voor elke RMBS van elke WF zullen aparte ledgers worden aangehouden zodat de cash flows per RMBS ten behoeve van de betalingen onder de corresponderende NHO's zelfstandig worden geadministreerd. Bij default van een WF zal een aparte bankrekening(en) door de NHI worden geopend voor de cash flows van de RMBS en het deel van de operationele kosten verband houdend met de uitwinning van de zekerheden waarvoor de betreffende WF verantwoordelijk voor is, ter ondersteuning van de afwikkeling van de zekerheden, de rente en aflossing van de RMBS en betalingen onder de NHO's voor dat deel dat betrekking heeft op de relevante WF zullen hierover lopen.

Geen cross-collateralisation:

20. De documentatie zal zo worden ingericht dat er geen cross-collateralisation kan plaatsvinden (behoudens m.b.t. het statiegeld-kapitaal). Dit betekent dat de zekerheden die door een WF zijn verstrekt niet gebruikt kunnen worden voor de voldoening van verplichtingen van andere WFs of verplichtingen met betrekking tot door andere WFs gegenereerde RMBS transacties.

A7.6. Pass throughs in perspectief

Aangezien er een RMBS pass through markt met impliciete c.q. expliciete Staatsgarantie bestaat in de Verenigde Staten (Ginnie Mae, Fannie Mae en Freddie Mac) wordt hieronder uiteen gezet hoe de inzet van dergelijke instrumenten voor de NHI werken.

Wat opvalt is het verschil in de onderliggende hypotheekmarkt in de VS en Nederland. In de VS is een 30 jaar rentevaste hypotheek zonder boete bij vervroegde aflossing gebruikelijk. In Nederland is een hypotheek met een specifieke rentevast periode gebruikelijk. Daarnaast kennen hypotheken afgesloten voor 1 januari 2013 veelal verschillende aflostypen. Ook zijn er veelal boetes bij vervroeg-de aflossingen verschuldigd. Na afloop van de rentevast periode krijgt de klant keuzes voorgelegd voor verschillende mogelijke rentevaste periodes. Deze vergelijking is kort door de bocht en er zijn in de VS en Nederland allerlei varianten maar voor de vergelijking zijn we van het stereotype lening uit-gegaan.

De rente op de pass through obligaties in de VS is een vaste rente die min of meer gelijk is aan de gemiddelde rente op de gebundelde onderliggende hypotheken. Indien hetzelfde concept in Nederland toegepast zal worden, dan zal de NHI pass through obligaties kunnen uitgeven met een looptijd tot het einde van een rentevaste periode van elke hypotheek. Op renteherziening van de hypotheek zal deze specifieke hypotheek uit de NHO moeten vallen, aangezien niet te voorspellen is welke rente de hypotheek krijgt na renteherziening. De pass throughs zullen dan ook snel aflossen en op renteherziening zal weer een nieuwe vastrentende pass through NHO moeten worden uitgegeven. De volumes per obligatie zullen dan ook gering zijn.

Bovenstaande alinea geeft de kern weer van het probleem om van Nederlandse hypotheken vastrentende pass through obligaties te maken. In de Europese RMBS markt is dit opgelost door pass throughs vrijwel altijd een variabele rente te geven. Het renterisico wordt dan neergelegd bij de swap tegenpartij. Indien ook de onderliggende RMBS van de NHI reeds variabele rente betaalt dan lijken de variabel rentende pass through NHO's die hierdoor ontstaan, als twee druppels water op RMBS'en. Met dien verstande dat de NHO's nog steeds schaal kunnen toevoegen ten opzichte van een individuele RMBS. De vraag is hoe beleggers gebundelde RMBS'en met Staatsgarantie zien. Waarschijnlijk zal de liquiditeit minder zijn in vergelijking met de standaard NHO's die in één keer aflossen.

Gebruikte afkortingen

ACM	Autoriteit Consument & Markt
(cie.) AFW	(Commissie) Alternatieve Financieringsarrangementen Woningmarkt
AL	Achtergestelde lening
ALM	Asset Liability Management
AO / IC	Administratieve organisatie en interne control omgeving
Btw	Belasting over toegevoegde waarde
BV	Besloten Vennootschap
BW	Burgerlijk Wetboek
BZK	Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties
CB	Covered Bonds
CBS	Centraal Bureau voor de Statistiek
CHT	Canada Housing Trust
CMB	Canada Mortgage Bonds
COSO	Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission
CPR	Cumulative prepayment rate
CRA	Community Reinvestment Act
CRD	Capital Requirements Directive
CRR	Capital Requirements Regulation
DSL	Dutch State Loan, oftewel Nederlandse Staatsobligatie
DNB	De Nederlandsche Bank
DSA	Dutch Securitisation Association
EAD	Exposure at default
EBA	European Banking Authority
EC	Europese Commissie
EE	Expected Exposure
ESA 2010	European System of National and Regional Accounts
EU	Europese Unie
Eurostat	Europees statistisch bureau
FTK	Financieel Toetsingskader
HQLA	High quality liquid assets
IAD	Interne accountantsdienst
IRP	Inrichtings- en Realisatieplan
ISAE	International Standard on Assurance Engagements
IRB	Internal ratings-based
KfW	Kredietanstalt für Wiederaufbau
KvK	Kamer van Koophandel
LCR	Liquidity Coverage Ratio
LGD	Loss given default
NHA-MBA	National Housing Act Mortgage Backed Securities
NHG	Nationale Hypotheek Garantie
NHI	Nederlandse Hypotheek Instelling
NHO	Nederlandse Hypotheek Obligatie
NHU	Nederlandse Hypotheek Uitwinnaar

NLII	Nederlandse InvesteringsInstelling
NV	Naamloze Vennootschap
NVB	Nederlandse Vereniging van Banken
OC	Overcollateral
PCS	Prime Collateralised Securities
PD	Probability of default
PF	Pensioenfederatie
PSE	Public Sector Entity
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities
RvT	Raad van Toezicht
SA	Standardised Approach
SPV	Special Purpose Vehicle
SSA	Sovereign, Supranational and Agency
S&P	Standard & Poor's
VEV	Vereist Eigen Vermogen
Vpb	Vennootschapsbelasting
VvV	Verbond van Verzekeraars
WEW	Stichting Waarborgfonds Eigen Woningen
WF	Woningfinancier
Wft	Wet op het financieel toezicht

Referenties

ACM (2013), "Visie op de Nationale Hypotheek Instelling", 5 december 2013

Cie. AFW (2013), "Rapport Commissie 'Alternatieve Financieringsarrangementen Woningmarkt'," 10 september 2013.

Fitch Ratings Limited (2012), "Covered Bonds Rating Criteria: Master Criteria"

Fitch Ratings Limited (2013a), "Global Structured Finance Rating Criteria: Master Criteria"

Fitch Ratings Limited (2013b), "Covered Bonds Rating Criteria: Mortgage Liquidity and Refinance Stress Addendum"

Fitch Ratings Limited (2013c), "Criteria for Interest Rate Stresses in Structured Finance Transactions and Covered Bonds"

Fitch Ratings Limited (2013d), "EMEA RMBS Cash Flow Analysis Criteria"

Fitch Ratings Limited (2013e), "EMEA Residential Mortgage Loss Criteria"

Fitch Ratings Limited (2013f), "EMEA Criteria Addendum – Netherlands: Mortgage Loss and Cash Flow Assumptions"

Hull, J. en A. White (2011), "CVA and Wrong Way Risk," mimeo University of Toronto, August 2011.

Kamerbrief Kwartiermaker NLII (2013), "Kwartiermaker Nederlandse Investeringsinstelling," 5 november 2013.

KPMG (2013), "Nederlandse Hypotheek instelling: Analyse van Specifieke Risico's voor de Nederlandse Staat," 17 september 2013.

Moody's Investors Service (2009), "Announcement: Moody's increases refinancing margins for European covered bonds"

Moody's Investors Service (2012), "Moody's Approach to Rating Covered Bonds"

Moody's Investors Service (2013), "Moody's Approach to Rating RMBS Using the MILAN Framework"

Standard & Poor's (2003), "RMBS: Cash Flow Criteria for European RMBS Transactions"

Standard & Poor's (2005), "RMBS:Dutch RMBS Market Overview And Criteria"

Standard & Poor's (2008), "RMBS: Criteria Methodology and Assumptions: Assessing the NHG Guarantee In Dutch RMBS Transactions – A Prudent Approach"

Standard & Poor's (2009a), "Covered Bonds: Revised Methodology And Assumptions For Assessing Asset-Liability Mismatch Risk In Covered Bonds"

Standard & Poor's (2009b), "RMBS: Methodology And Assumptions: Update To The Cash Flow Criteria For European RMBS Transactions"

Standard & Poor's (2012a), "Covered Bonds: Covered Bond Ratings Framework: Methodology And Assumptions"

Standard & Poor's (2012b), "Covered Bonds: Assessing Asset-Liability Mismatch Risk in Covered Bonds: Revised Methodology And Assumptions For Target Asset Spreads"

Standard & Poor's (2013), "Transaction Update: ING Bank N.V. Covered Bond Program"

Van Dijkhuizen (2013) , "Voortgangsbericht Verkenning rol van institutionele beleggers bij hypothecaire hypotheekverstrekking," 11 maart 2013.

Samenstelling van de projectgroep NHI

Op het moment van het verrichten van de werkzaamheden voor de NHI waren de personen bij de genoemde instelling werkzaam.

Dhr. K. (Koos) Timmermans	Voorzitter
Dhr. J. (Jan) van Rutte	Kwartiermaker NLII
Mevr. D. (Danielle) Boerendans	ABN AMRO
Dhr. E. (Erik) Bosmans	ABN AMRO
Dhr. M. (Mark) Geubbels	ABN AMRO
Dhr. S. (Sander) Maatman	AEGON
Dhr. G. (Guus) Schoorlemmer	AEGON
Dhr. M. (Mark) Schouten	AEGON
Dhr. M. (Menno) van den Elsaker	APG Asset Management
Dhr. M. (Michiel) Evers	APG Groep
Dhr. T. (Tjerk) Kroes	APG Groep
Dhr. E. (Eugène) Rebers	APG Groep
Mevr. M. (Marinka) van der Meer	Argenta
Dhr. M. (Mark) de Moor	Argenta
Dhr. J. (John) Reichardt	BNG Bank
Dhr. K. (Kees) Scheepens	BPFBouw
Dhr. H. (Hendrik Jan) Luikinga	Delta Lloyd
Dhr. B. (Bert) Boertje	DNB
Dhr. M. (Michel) Heijdra	DNB
Dhr. P. (Paul) Hilbers	DNB
Dhr. M. (Mark) Kruidhof	DNB
Dhr. R. (Rob) Koning	Dutch Securitisation Association
Dhr. C. (Constant) Thoolen	ING
Dhr. J. (Johannes) Wolvius	ING
Mevr. I. (Ingrid) Berendse	Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties
Dhr. A. (Arend) Bongers	Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties
Mevr. E. (Elvira) Quaden	Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties
Dhr. M. (Martijn) Schut	Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties
Dhr. E. (Erik Jan) van Kempen	Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties
Dhr. H. (Hans) de Boer	Ministerie van Financiën
Mevr. M. (Monique) Faverey	Ministerie van Financiën
Dhr. N. (Niek) Nahuis	Ministerie van Financiën
Dhr. P. (Peter) Nijsse	Ministerie van Financiën
Mevr. L. (Linda) van Schijndel	Ministerie van Financiën
Dhr. W. (Wijnand) Verspuij	Ministerie van Financiën
Dhr. S. (Sjoerd) Wegener Sleeswijk	NIBC
Dhr. W. (Wilfried) Bolt	PGGM
Dhr. M. (Michael) Himmelbauer	PGGM
Dhr. B. (Bob) Rädecker	PGGM

Dhr. M. (Marc) van den Berg	PGGM
Dhr. B. (Bjorn) Alink	Rabobank
Mevr. C. (Carolien) van Eggermond	Rabobank
Dhr. J. (Jasper) Beerepoot	SNS
Dhr. D. (Diederik) Berendsen	SNS
Dhr. G. (Guido) Scharwachter	SNS
Dhr. A. (Allard) Bruinshoofd	Secretariaat
Dhr. H. (Hikmet) Sevdican	Secretariaat
Dhr. S. (Samuel) de Visser	Secretariaat
Dhr. S. (Sjoerd) Humble	Secretariaat

Juridische advisering: Clifford Chance (www.cliffordchance.com)
Advisering organisatie inrichting: Intertrust (www.intertrustgroup.com)

Dit is een uitgave van

Projectgroep NHI

Foto voorpagina: KRaSmedia, nationale beeldbank.nl

Augustus 2015